

莎莎国际 (00178) 点评

中港齐发力+门店运营效率提升=莎莎迎新增长周期

香港经济复苏+内地二三线城市消费升级，集团营收现今年单季最大增幅

莎莎国际 12 月底止季度整体营收 22.82 亿港元，同比涨 6.5%，为今年单季最大增幅。前三季总营收为 59.42 亿港元，同比涨 3.4%，整体零售表现符合预期。受惠于内地访港人数回升及十一黄金周假日马车拉动，港澳地区本季表现亮眼，营收达 18.91 亿港元，同比 8.1%，同店销售增 3.7%，其中 12 月份营收和同店涨幅分别为 9.5%和 5.6%，每宗交易平均金额和交易宗数同比分别涨 2.8%和 5%。11 月/10 月内地访港游客人数同比分别增长 8.6%和 8.3%。中国内地、新加坡和马来西亚本季营收分别达 13.0%、3.6%和 3.9%的增幅。台湾地区和电子商贸则分别跌 5.5%和 21.9%。内地增量主要由消费升级拉动，加上公司审慎和有效率的门店布局。而电商业务下滑主要鉴于去年同期线上折扣促销和高基数。

门店运营效率提升+高毛利独家品牌+搬仓影响消化=销售及盈利能力迎来新拐点

港澳地区方面，公司持续优化门店布局并专注提升产品组合毛利率。集团于季内在香港净开设 3 家多品牌零售店铺。受惠于香港旅游区门店租金大幅回调带动（同比下滑达 30%），莎莎将原本位于次优位置的旅游区门店搬向了更显眼的街铺位置，如将铜锣湾黄金广场二楼占地两层的大铺，搬到租金相近但人流较旺面积较小的内地游客集中地崇光百货对面的街铺。同时，公司通过选择性陈列畅销产品以吸引人流，从而将店里其他毛利率较高的产品推广，有效提升店铺营运效率。另外，店铺也下沉住宅区以挖掘香港本地经济复苏的机会。随着 2017 年香港经济复苏，股市楼市双重利好带动香港居民消费水平上涨。恒生指数年内涨幅 36.04%，十年来首次重上 3 万点；香港楼市也异常炽热，CCL 楼价指数年内涨幅 14.03%，虽然工资年内只涨 4.0%。产品组合方面，公司继续推出毛利率较高的独家品牌产品以取代竞争力较弱的韩系品牌，保持了销售与毛利增长的平衡。另外，早前香港仓库搬迁事宜已经完成，我们认为搬仓期间受谨慎存货管理措施影响已经消化。整体来说，港澳地区的销售及盈利能力已迎来新拐点。

内地业绩稳步增长，审慎扩张版图提升物流效率，O2O 释放导流潜力

随着内地管理团队到位，本季内地业绩也稳步上升，营收同比录得 13%的高增长，亏损同比收窄，季内净增 2 家多品牌零售店铺。内地未来将在线上线下广泛布局，线下致力于提高门店运营效率，关闭偏远城市表现欠佳的店铺，继续于营运效率理想的地区审慎拓展版图，以单城多店的策略将新门店扩张到一线城市周边的二三线城市，以及原有店铺的城市，以达到物流和其他成本效益最大化。线上持续发力电商平台和手机 APP，并通过 O2O 加大线上线下导流效用。线上渠道作为内地线下店铺的重要补充环节可以发挥出莎莎全线产品的优势。顾客在线上平台能以“海淘”方式买到内地实体店无法引进的平行进口产品。O2O 线上线下导流潜力将通过改善激励机制，鼓励店员推荐在店消费客户注册线上账户，成功推荐线上平台将作为店员的新业绩返点。另外，公司通过合作内地电商的物流供应商有效降低了物流成本并提高物流速度，未来物流能力的提升将继续加大电商平台的竞争力。

2017 年莎莎国际股价大幅落后于大盘，但鉴于内地访港旅客重临+香港本地经济复苏，公司 3 季度进入拐点。整体来说，莎莎在港澳地区持续提升门店运营效率，优化高毛利产品组合；内地审慎扩张提升物流及成本效率，发力 O2O 释放导流潜力。我们认为莎莎作为香港零售业回暖和内地访港旅客增加最具代表性标的，3 季度优秀业绩铺垫下有望往后进一步延续，进入拐点迎来新增长周期，强烈建议关注。

风险提示：行业竞争激烈，成本费用超预期等。

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

雷俊成 联系人
leijuncheng@tfzq.com

马赫 联系人
mahe@tfzq.com

董可心 联系人
dongkexin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



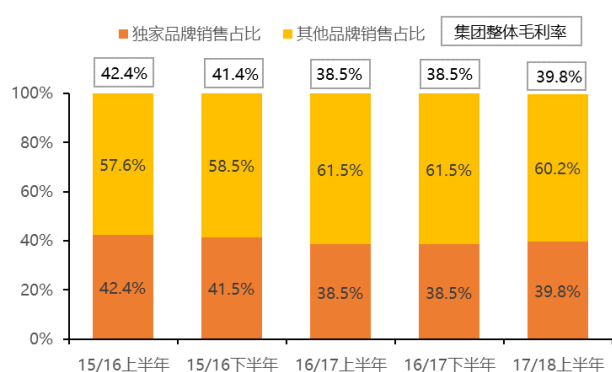
图 1：莎莎店铺/专柜数目（按市场划分）

销售多品牌的莎莎零售店	截至2017/12/31	截至2016/12/31	截至2017/9/30
香港及澳门	119*	115*	116*
中国内地	56	56	54
新加坡	19	21	19
马来西亚	75	73*	73
台湾地区	21	25	21
总数	290	290	283

附注：* 包含1个单一品牌专柜/专门店

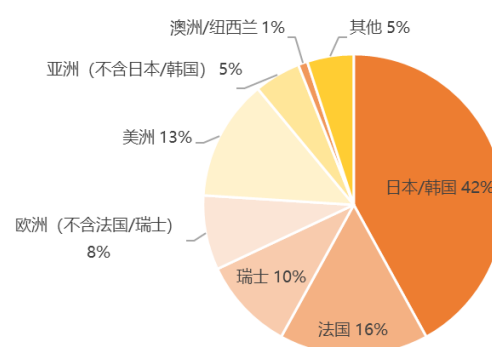
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：独家品牌销售占比及毛利率



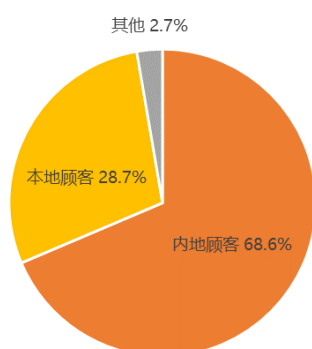
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：多元化地区品牌占比（截至 2017/3/31）



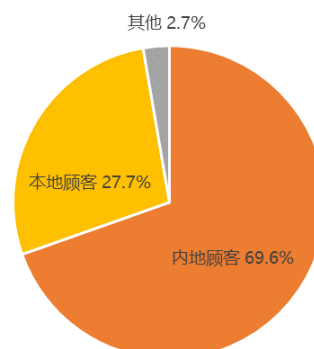
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：港澳地区营收贡献按顾客分布划分（FY2017/2018 H1）



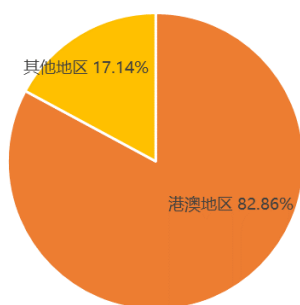
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：港澳地区营收贡献按顾客分布划分（FY2016/2017 H2）



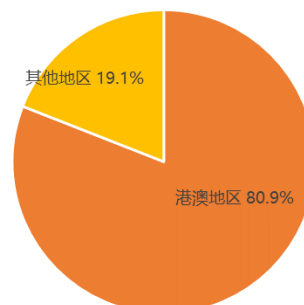
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：各地区营收占比（FY2017/2018 Q3）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：各地区营收占比（FY2017/2018 Q1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

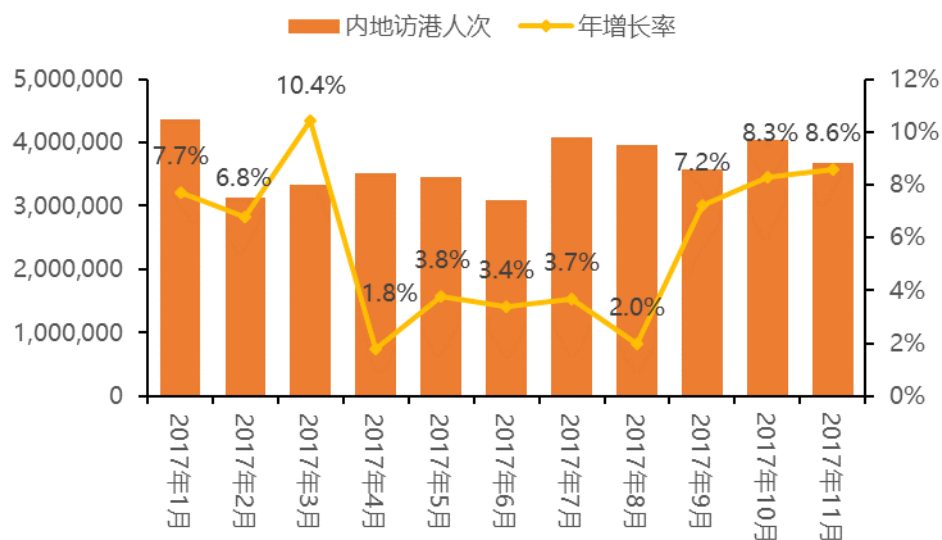
图 8：各地区营收变动及港澳地区同店销售&平均单额情况

	FY2015/2016				FY2016/2017				FY2017/2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
港澳市场营收变动	-8.8%	-13.2%	-15.8%	-17.9%	-5.4%	-2.2%	1.1%	5.8%	2.5%	2.2%	8.1%
港澳同店销售变动	-6.8%	-10.1%	12.2%	-17.6%	-4.8%	-2.5%	-2.0%	1.3%	-2.5%	-1.8%	3.7%
港澳地区交易宗数变动	0.9%	-5.7%	-7.0%	-5.2%	0.6%	3.9%	2.6%	4.2%	-0.4%	-1.8%	5.0%
港澳每宗交易平均金额变动	-9.6%	-7.9%	-9.1%	-13.9%	-5.7%	-5.8%	-1.6%	1.5%	2.8%	4.0%	2.8%
中国内地市场营收变动										5.9%	13.0%
电商市场营收变动										-15.5%	-21.9%
集团整体营收变动	-8.6%	-12.4%	-14.2%	-15.1%	-5.7%	-2.3%	0.9%	4.9%	2.1%	1.1%	6.5%

注：FY2017/2018 Q2之前中国内地和电商市场营收变动统一纳入港澳以外市场营收变动

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：内地访港人次及年增长率



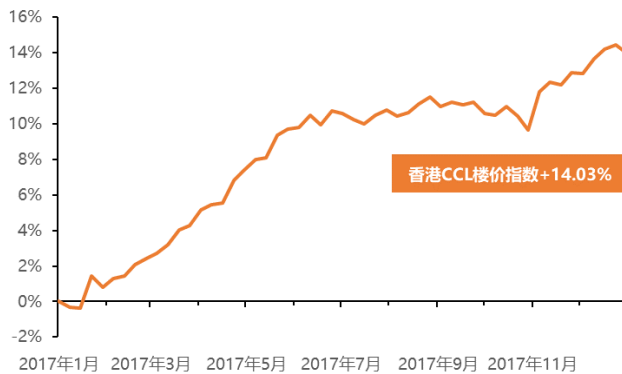
资料来源：香港旅游发展局，天风证券研究所

图 10: 2017 年恒生指数走势及涨幅



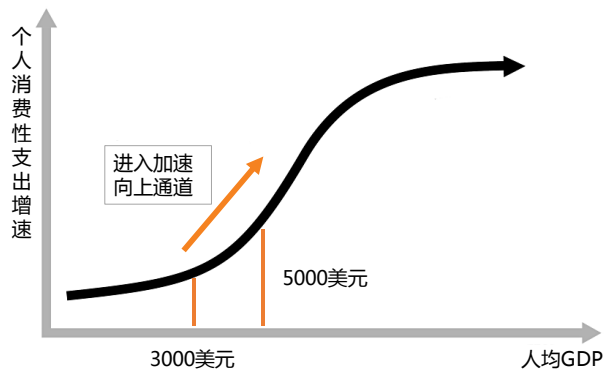
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11: 2017 年香港 CCL 楼价指数走势及涨幅



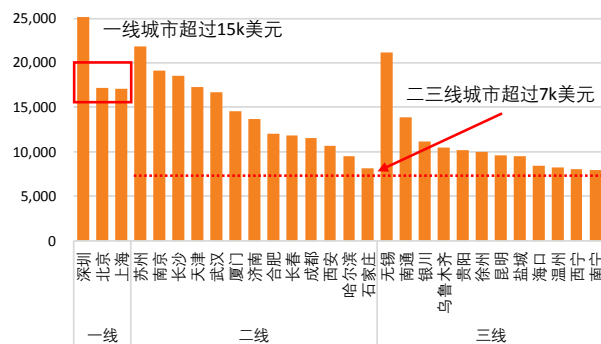
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12: S 消费曲线拐点示意图



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13: 全国各省人均 GDP 情况



资料来源：Wind，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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com