

# 莎莎国际 (00178)

证券研究报告  
2019年02月14日

## 莎莎新春不旺，“夕阳余晖”下腾挪有限，维持卖出

“旺丁不旺财”之余，莎莎的“夕阳余晖”从采购备货开始受压

莎莎公布春节（2月5-11日）期间港澳销售数据，较18Q4有进一步的恶化，零售营收同比（对比2018年2月16-22日）跌4.8%，同店销售同比跌7.9%。春节期间内地访港人次虽然同比大涨31.6%，但却不带“钱潮”，TVB表示化妆、药房、珠宝等未有同步增长，旅行团人数升近50%但以不过夜游客为主，“旺丁不旺财”蔓延整个港澳市场。莎莎交易量和交易单价双双下挫，交易量跌2.8%其中内地游客交易量跌3.4%；交易单价跌2.3%其中内地游客交易单价跌3.6%。反映客人消费属性和货品均趋低端化。

我们认为，莎莎目前最大的问题在于“低端化”日用品消费者争夺战中，随着海外价格日趋透明，以天猫国际、网易考拉、顺丰海淘、魅力惠、洋码头、小红书等为代表的内地跨境电商平台呈规范化、规模化的加速崛起，可以通过规模采购压低价格，发挥深耕内地仓储物流和电商网络化的优势，为内地消费者提供多渠道比对应。而莎莎依托有限的香港零售市场，从采购备货开始便面临激烈竞争，限制了货品组合的吸引程度，也导致成本上涨，映照了整个香港零售市场的“夕阳余晖”。

### 新基建“尝鲜”效应带来的“卫生巾经济”难救香港零售

访港游客消费属性从“买买买”、“吃吃吃”，转趋“低端化”日用品消费和“差异化”另类景观观光，而新基建首先吸引到的较低端客流增量难以转化为实际购买力。港珠澳大桥通车后带来的“大桥效应”进一步催生“卫生巾经济”，低成本和高运力令旅客一度持续涌入香港东涌，并有针对珠江口西岸包括珠海、中山、佛山、江门等地的“大桥一日游”旅行团以及“珠-澳-港”路线的广西、四川等广东周边省份的低价团孕育而生。而随着政府交通疏通、旅游团管制后尝鲜效应也会减弱。但低价团转战香港老城区，包括红磡、土瓜湾、九龙城等地本身承接能力有限，且集中在低端返点门店强制消费也难以促进整体零售市场向好。

我们强调的新基建客流“旺丁不旺财”获得多方面印证。港珠澳大桥新增内地游客主要以观光为主，“尝鲜”效应下并没有匹配消费力。而且“不旺财”之余，日趋低端化的消费属性已经在单笔金额的下跌上体现，我们此前提到，大桥开通后香港东涌地区市场曾出现以卫生巾、止疼药为代表的日用品等被一扫而空，但“卫生巾经济”并不是香港零售之道。

即便如此，莎莎也没有充分享受到客流带来的业绩增量，仅在港珠澳大桥入港区域的东涌东荟城有一家门店。高铁站沿线辐射区域，除了高铁站内，以尖沙咀、油麻地等地门店，享受到一定的新增客流购买拉动，但对其他交通不太便利的区位门店可能产生分流。我们认为莎莎未来应该挖掘大桥入港区域的销售机会，在大桥游客辐射区域内新开门店，但短期难以体现。

### 维持莎莎“卖出”和目标价 2.1 港元

我们在去年10月中将莎莎评级从“持有”下调至“卖出”，强调基建开通后旺丁不旺财的客流无法拉动消费业绩。而人民币兑美元中间价仍然维持在6.8相对高位，我们认为在购物“低端化”的趋势下仍然会压制价格敏感客户的消费意愿。莎莎今年上半年会面临18上半年的高基数，我们认为莎莎业绩存在进一步下修的空间。虽然莎莎表示会增加独家代理产品、增加分销渠道、与支付平台合作推出优惠等来应对市场竞争变化，包括随着代购的冷淡转而将代购发展成“类代理”形式进行带货推销。但在整个香港零售市场的“夕阳余晖”之中，我们认为公司更类似“螺蛳壳里做道场”，所做腾挪有限，并令利润率承压。我们认为公司股价仍可能进一步靠近PE 13-14x历史底部并进一步下探，我们维持“卖出”和2.1港元目标价。

风险提示：新增客流超预期，香港零售业回暖，公司业绩改善等。

### 投资评级

|       |                   |
|-------|-------------------|
| 行业    | 消费品制造业/纺织、服饰及个人护理 |
| 6个月评级 | 卖出（维持评级）          |
| 当前价格  | 3.08 港元           |
| 目标价格  | 2.1 港元            |

### 基本数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 港股总股本(百万股)   | 3,095.60  |
| 港股总市值(百万港元)  | 9,534.46  |
| 每股净资产(港元)    |           |
| 资产负债率(%)     | 30.59     |
| 一年内最高/最低(港元) | 5.92/2.54 |

### 作者

|  |     |
|--|-----|
| 何翩翩  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110516080002<br>hepianpian@tfzq.com  |     |
| 雷俊成  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518060004<br>leijuncheng@tfzq.com |     |
| 马赫   | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070001<br>mahe@tfzq.com        |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《莎莎国际-公司点评:莎莎营收转跌，“旺丁不旺财”之余的“夕阳余晖”》 2019-01-11
- 2 《莎莎国际-公司点评:三度印证旺丁不旺财的“卫生巾经济”不是香港之路》 2018-11-23
- 3 《莎莎国际-公司点评:香港零售或再入寒冬，下调莎莎至卖出》 2018-10-12

图 1：珠海、江门、中山、佛山、肇庆在赴港交通方式上的比较

| 城市 | 方式                             | 时间       | 价格                    | 班次                            |
|----|--------------------------------|----------|-----------------------|-------------------------------|
| 珠海 | 港珠澳大桥班车                        | 约1小时     | 穿梭巴士58元<br>B6往东涌巴士7港元 |                               |
|    | 水运<br>九州港-香港中港城/<br>港澳码头       | 约1小时10分钟 | 单程175元                | 每天14班；<br>另有每天8班至<br>香港机场海天码头 |
| 江门 | 港珠澳大桥班车<br>江门胜利车站-<br>港珠澳大桥-香港 | 约2个半小时   | 单程130元<br>往返套票230元    | 每天6班                          |
|    | 高铁<br>高铁至广州南站<br>转乘广深港高铁       | 约2小时     | 车费约260元               | 每天13班<br>江门东-广州南              |
|    | 水运<br>江门港-香港中港城码头              | 约3小时     | 单程190元<br>往返套票340元    | 每天2班                          |
|    | 班车<br>经深圳湾口岸过关                 | 约4小时     | 单程130元<br>往返套票230元    |                               |
| 中山 | 港珠澳大桥班车<br>中山国际酒店-<br>港珠澳大桥-香港 | 约2个半小时   | 单程130元<br>往返套票220元    | 每天6班                          |
|    | 高铁<br>高铁至广州南站<br>转乘广深港高铁       | 约2小时     | 车费约260元               | 每天34班<br>广州南-香港西九龙            |
|    | 水运<br>中山港-香港中港城码头              | 约1个半小时   | 单程185元                | 每天5班；<br>另有每天10班至<br>香港机场海天码头 |
|    | 班车<br>经深圳湾口岸过关                 | 约4小时     | 单程130元<br>往返套票220元    |                               |
| 佛山 | 港珠澳大桥班车<br>佛山汽车站<br>港珠澳大桥-香港   | 约3小时     | 单程约130元<br>返程未开通      | 每天3班                          |
|    | 高铁<br>高铁至广州南站<br>转乘广深港高铁       | 约1个半小时   | 车费约225元               | 每天34班<br>广州南-香港西九龙            |
|    | 水运<br>顺德港-香港中港城码头              | 约2小时     | 单程175元                | 每天1班                          |
|    | 广九直通车<br>佛山-香港红磡               | 约3个半小时   | 车费约230港元              | 每天1班                          |
|    | 班车<br>经深圳湾口岸过关                 | 约4小时     | 单程约120港元              |                               |
| 肇庆 | 高铁<br>高铁至广州南站<br>转乘广深港高铁       | 约1个半小时   | 车费约245元               | 每天34班<br>广州南-香港西九龙            |
|    | 广九直通车<br>肇庆-香港红磡               | 约4小时     | 车费约235港元              | 每天1班                          |
|    | 班车<br>经深圳湾口岸过关                 | 约4个小时    | 单程160元                |                               |

资料来源：携程网、港珠澳大桥管理局、港铁官网、粤港巴士官网等，天风证券研究所

图 2：春节访港游客人潮大涨但却“旺丁不旺财”



资料来源：文汇报、TVB、搜狐，天风证券研究所

图 3：低价团转战香港老城区，包括红磡、土瓜湾、九龙城等地



资料来源：HK01，天风证券研究所

图 4：港珠澳大桥规划路线



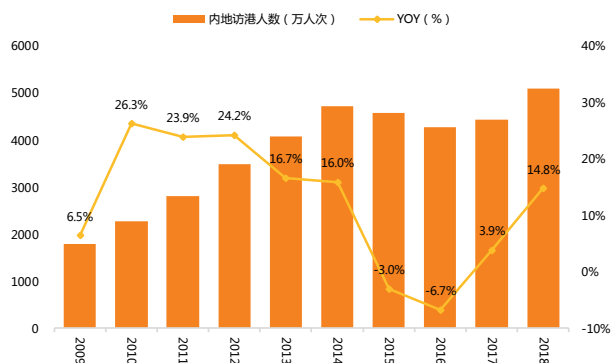
资料来源：香港政府网站，天风证券研究所

图 5：广深港高铁规划路线



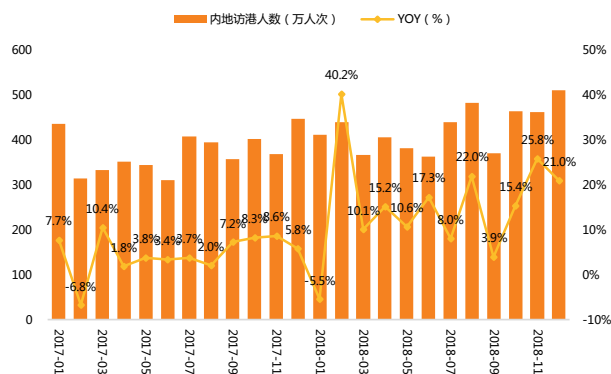
资料来源：香港政府网站，天风证券研究所

图 6：2009 年至今内地访港人数



资料来源：香港统计局，香港旅业网，天风证券研究所

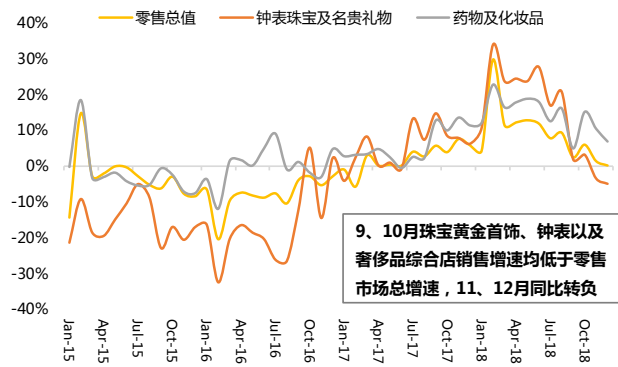
图 7：2017 年至今每月内地访港人数



资料来源：香港统计局，香港旅业网，天风证券研究所

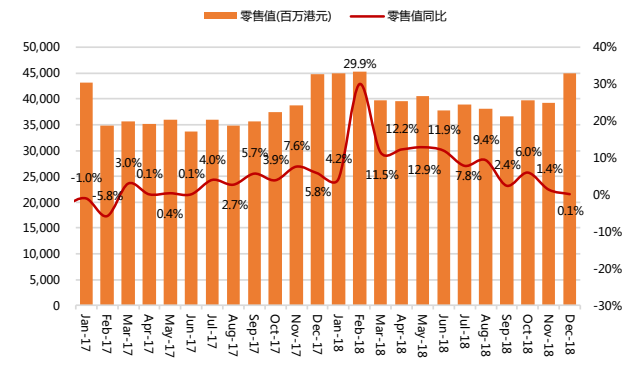


图 8：2015 年至今香港零售市场同比增速



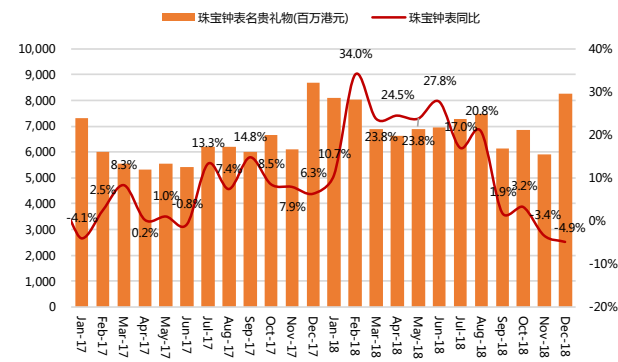
资料来源：香港统计局，天风证券研究所

图 9：2017 年至今香港零售总值及同比（百万港元）



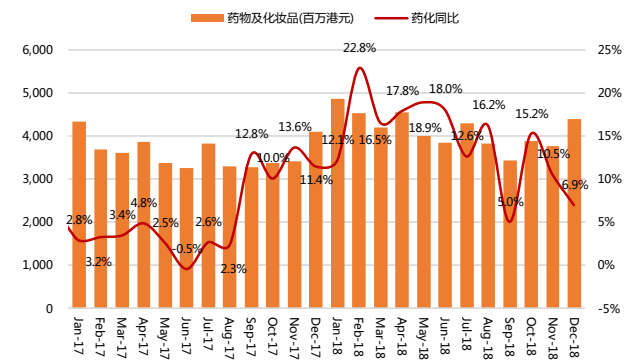
资料来源：香港统计局，天风证券研究所

图 10：2017 年至今香港珠宝、钟表及名贵礼物零售值及同比（百万港元）



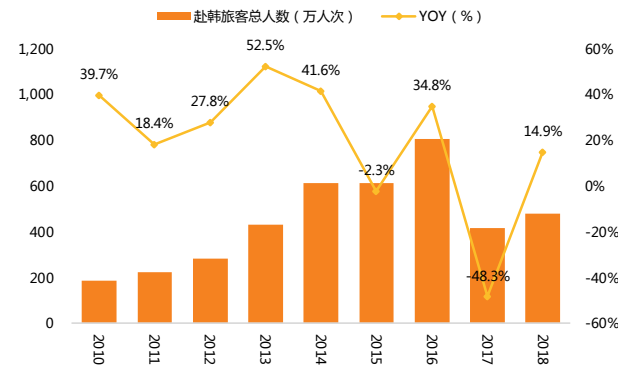
资料来源：香港统计局，天风证券研究所

图 11：2017 年至今香港药物及化妆品零售值及同比（百万港元）



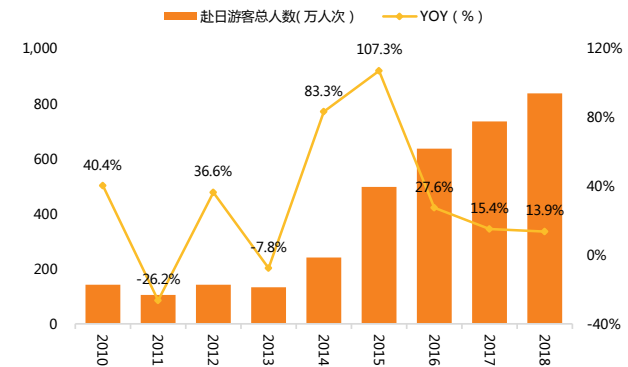
资料来源：香港统计局，天风证券研究所

图 12：2010 年至今内地访韩旅客



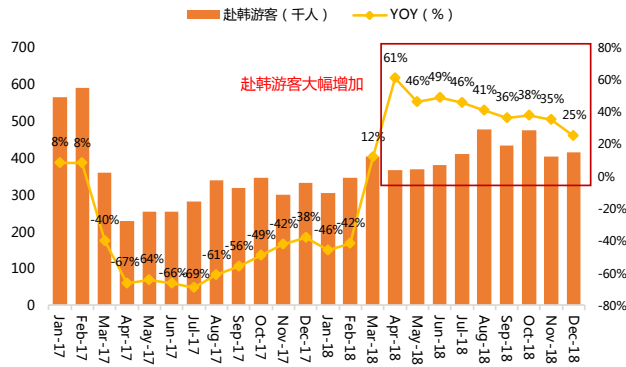
资料来源：韩国旅游局，天风证券研究所

图 13：2010 年至今内地访日旅客



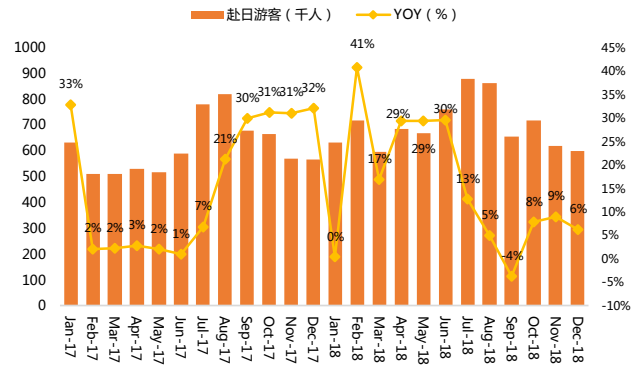
资料来源：日本旅游局，天风证券研究所

图 14：2017 年至今每月内地访韩旅客



资料来源：韩国旅游局，天风证券研究所

图 15：2017 年至今每月内地访日旅客



资料来源：日本旅游局，天风证券研究所

图 16：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 |        |        |       | FY18/19 |      |       |
|--------------|-------------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|------|-------------|--------|--------|-------|---------|------|-------|
|              | Q1          | Q2     | Q3     | Q4     | 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%   | 17.8% | 27.7%   | 9.6% | -2.8% |
| 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%   | 15.1% | 25.3%   | 7.1% | -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%   | 12.1% | 14.5%   | 7.2% | 0.4%  |
| 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%   | 5.8%  | 11.7%   | 2.7% | -2.6% |
| 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%   | 14.4% | 24.8%   | 8.5% | -2.2% |

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 17：莎莎历史股价与 PE (蓝色虚线为历年 PE 均值)



资料来源：Wind，天风证券研究所，数据截止到 2019 年 2 月 13 日

图 18：莎莎国际损益表预测，注：17、18 财年总收入调整后扣除台湾地区收入

| 百万港元<br>截止日期   | FY2017<br>2017/3/31 | FY2018H1<br>2017/9/30 | FY2018H2       | FY2018<br>2018/3/31 | FY2019H1<br>2018/9/30 | FY2019H2E       | FY2019E<br>2019/3/31 | FY2020E<br>2020/3/31 | FY2021E<br>2021/3/31 |
|----------------|---------------------|-----------------------|----------------|---------------------|-----------------------|-----------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>营业总收入</b>   | <b>7,551.1</b>      | <b>3,567.0</b>        | <b>4,451.0</b> | <b>8,018.00</b>     | <b>4,147.22</b>       | <b>4,415.23</b> | <b>8,562.53</b>      | <b>8,960.58</b>      | <b>9,337.39</b>      |
| 同比%            | -0.6%               | 1.6%                  |                | 6.2%                | 16.3%                 | -0.8%           | 6.8%                 | 4.6%                 | 4.2%                 |
| <b>香港及澳门地区</b> | 6266.5              | 2,983.6               | 3,778.4        | 6,762.0             | 3,525.5               | 3,706.8         | 7,232.3              | 7,521.6              | 7,784.9              |
| 同比%            | -0.8%               | 2.3%                  |                | 7.9%                | 18.2%                 | -2%             | 7.0%                 | 4.0%                 | 3.5%                 |
| <b>中国大陆地区</b>  | 276.5               | 138.3                 | 160.4          | 298.7               | 138.4                 | 160.4           | 298.8                | 310.7                | 329.4                |
| 同比%            | -9.0%               | 3.8%                  |                | 8.0%                | 0.1%                  | 0.0%            | 0.0%                 | 4.0%                 | 6.0%                 |
| <b>新加坡</b>     | 200.8               | 98.7                  | 112.8          | 211.5               | 105.8                 | 118.4           | 224.2                | 244.4                | 262.6                |
| 同比%            | -9.8%               | -2.1%                 |                | 5.3%                | 7.2%                  | 5.0%            | 6.0%                 | 9.0%                 | 7.4%                 |
| <b>马来西亚</b>    | 332.1               | 169.3                 | 193.2          | 362.5               | 192.3                 | 204.8           | 397.1                | 436.8                | 477.8                |
| 同比%            | 8.0%                | 4.5%                  |                | 9.2%                | 13.6%                 | 6.0%            | 9.5%                 | 10.0%                | 9.4%                 |
| <b>台湾地区</b>    | 195.1               | 92.9                  | 120.3          | 213.2               |                       |                 |                      |                      |                      |
| 同比%            | -23.4%              | -4.5%                 |                | 9.3%                |                       |                 |                      |                      |                      |
| <b>电商</b>      | 475.2               | 177.1                 | 206.2          | 383.3               | 185.3                 | 224.8           | 410.1                | 447.0                | 482.7                |
| 同比%            | 7.5%                | -7.2%                 |                | -19.3%              | 4.6%                  | 9.0%            | 7.0%                 | 9.0%                 | 8.0%                 |
| <b>销售成本</b>    | 4410.6              | 2052.6                | 2591.2         | 4,643.7             | 2,479.0               | 2,666.8         | 5,145.9              | 3,982.2              | 4,096.6              |
| <b>毛利</b>      | <b>3140.5</b>       | <b>1514.4</b>         | <b>1859.5</b>  | <b>3373.9</b>       | <b>1668.2</b>         | <b>1748.4</b>   | <b>3,416.7</b>       | <b>3539.4</b>        | <b>3688.3</b>        |
| 毛利率%           | 41.6%               | 42.5%                 | 41.8%          | 42.1%               | 40.2%                 | 39.6%           | 39.9%                | 39.5%                | 39.5%                |
| 其他收入           | 105.1               | 48.1                  | 45.1           | 93.2                | 48.0                  | 45.0            | 93.0                 | 97.1                 | 64.4                 |
| 销售费用           | -2525.9             | -1268.1               | -1340.1        | -2,608.2            | -1,320.6              | -1,386.4        | -2,707.0             | -2,795.7             | -2,885.3             |
| 占营收比例          | 33.5%               | 35.6%                 | 30.1%          | 32.5%               | 31.8%                 | 31.4%           | 31.6%                | 31.2%                | 30.9%                |
| 行政费用           | -307.1              | -150.2                | -165.3         | -315.5              | -163.7                | -163.4          | -327.1               | -340.5               | -354.8               |
| 占营收比例          | 4.1%                | 4.2%                  | 3.7%           | 3.9%                | 3.9%                  | 3.7%            | 3.8%                 | 3.8%                 | 3.8%                 |
| 其他利润(净额)       | -1.5                | 1.8                   | 3.6            | 5.4                 | 2.9                   | 2.7             | 5.6                  | 3.2                  | 2.6                  |
| <b>经营溢利</b>    | <b>411.2</b>        | <b>146.0</b>          | <b>402.8</b>   | <b>548.8</b>        | <b>234.8</b>          | <b>246.4</b>    | <b>481.2</b>         | <b>503.5</b>         | <b>515.2</b>         |
| 占营收比例          | 5.4%                | 4.1%                  | 9.1%           | 6.8%                | 5.7%                  | 5.6%            | 5.6%                 | 5.6%                 | 5.5%                 |
| 财务收入           | 10.0                | 5.0                   | 6.8            | 11.8                | 10.6                  | 4.4             | 15.0                 | 15.0                 | 15.0                 |
| 除税前溢利          | 421.2               | 151.0                 | 409.6          | 560.6               | 245.4                 | 250.7           | 496.2                | 518.5                | 530.2                |
| 所得税开支          | -78.7               | -28.0                 | -67.4          | -95.4               | -41.3                 | -42.6           | -83.9                | -88.2                | -90.1                |
| 已终止业务亏损        | -15.8               | -13.0                 | -12.1          | -25.1               | -1.3                  |                 |                      |                      |                      |
| 年内溢利           | 326.7               | 109.9                 | 330.2          | 440.1               | 202.9                 | 208.1           | 411.0                | 430.4                | 440.1                |
| <b>持续经营溢利</b>  | <b>342.5</b>        | <b>123.0</b>          | <b>342.3</b>   | <b>465.2</b>        | <b>204.2</b>          | <b>208.1</b>    | <b>411.0</b>         | <b>430.4</b>         | <b>440.1</b>         |
| 同比%            | -10.7%              |                       |                | 35.8%               | 66.0%                 | -39.2%          | -11.7%               | 4.7%                 | 2.3%                 |
| 摊薄加权平均股数       | 2929.1              | 2993.8                | 3009.9         | 3009.9              | 3037.0                | 3092.2          | 3092.2               | 3092.2               | 3092.2               |
| 摊薄每股收益         | 0.12                | 0.04                  | 0.11           | 0.15                | 0.07                  | 0.07            | 0.13                 | 0.14                 | 0.14                 |

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

### 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，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 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，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 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 5033 号     |
| 邮编：100031            | 号保利广场 A 座 37 楼       | 号 333 世纪大厦 20 楼      | 平安金融中心 71 楼          |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071            | 邮编：201204            | 邮编：518000            |
|                      | 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 |