

审慎增持 (维持)

6808.HK 高鑫零售

港股通 (沪、深)

目标价: 12 港元

现价: 11.5 港元

H1 线上业务亮眼, 转型成果显著

2020 年 8 月 14 日

预期升幅: 4.35%

主要财务指标

市场数据

日期	2020.8.13
收盘价(港元)	11.5
总股本(亿股)	95.40
总市值(亿港元)	1097.1
净资产(亿元)	246.8
总资产(亿元)	639.3
每股净资产(元)	2.59

数据来源: Wind

相关报告

高鑫零售(6808.HK)_业绩点评_Q2 初现成效, 预计 2020 年同店增长转正_20200224

高鑫零售(6808.HK)_业绩点评_新零售效果初显, 看好门店整合带动效率提升_20190809

高鑫零售(6808.HK)_业绩点评_4Q18 业绩低于预期, 新零售转型提速_20190305

高鑫零售(6808.HK)_深度报告_零售业去芜存菁, 龙头逆市扩张拥抱新零售_20181108

海外零售研究

分析师:

韩亦佳

hanyij@xyzq.com.cn

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	95,357	97,433	100,380	103,959
同比增长	-4.0%	3.0%	4.0%	4.0%
归母净利润(百万元)	2,834	3,075	3,268	3,429
同比增长	14.4%	8.5%	6.3%	4.9%
毛利率	27.0%	26.2%	26.5%	26.7%
净利润率	3.0%	3.2%	3.3%	3.3%
净资产收益率	12.3%	12.7%	13.1%	13.4%
每股收益(元)	0.30	0.32	0.34	0.36

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **H1 营收同比增长 5.1%, 双品牌助力收入增长。**20H1 公司营收 531.7 亿元, 同比+5.1%。具体来看: 1) 货品销售收入为 514.94 亿元, 同比+6.1%, 双品牌整合效果显著, 同店销售增长较好, 同比增速为 5.7%, 助力公司收入增长; 2) 租金收入为 16.76 亿元, 同比-18.8%, 上半年受疫情因素影响租金收入有所豁免。
- **同店表现靓丽, 线上到家业务拉动作用明显。**BCE 业务 Q1 店日均单量超过 750 单/店, 客单价超过 85 元; Q2 店日均单量超过 950 单/店, 客单价超过 68 元, 订单量较 19 年同比增 50%。单量提升、客单价增长, 促使 B2C 的经营模式进一步优化, 业务获利能力进一步提升。
- **毛利润率下降, 政府补助及福利减免带来经营利润率小幅上升。**1) 毛利润为 130.54 亿元, 同比-1.0%; 毛利率为 24.6%, 同比-0.7ppt, 主要由于公司上半年租金收入减少所致。2) 经营利润为 33.46 亿元, 经营利润率为 6.3%, 同比+0.3ppt。政府减免若干社会福利项目, 导致主要费用率下降, 其中销售费用率同比-1.25ppt, 管理费用率同比-0.49ppt, 财务费用率同比-0.08ppt。3) 归母净利润 20.62 亿元, 同比+16.7%。
- **公司看点:** 1) 公司线上新业务表现亮眼, 透过淘鲜达、饿了么、天猫超市、菜鸟驿站等平台入口, 线上消费心智在加速养成; 2) 大卖场重构提升卖场生产力, 公司将改造大卖场数量由计划的 50 家调整至 40 家。已经完成 5 家重构, 15 家正在施工中, 从此前完成改造的门店来看, 同店增长可提升 7ppt; 3) 多业态渠道发展, 开启大型、中型、小型商店齐头并进的多业态展店模式, 公司今年计划新开约 10 家大卖场, 2-3 家中型超市, 以及 30 家小型社区超市; 4) 双品牌整合将继续推进。
- **盈利预测:** 预计 2020/21E 归母净利润 30.8/32.7 亿元, 维持目标价 12 港元, 对应 2020/21 年 PE 为 31/29x, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 疫情的不确定性, 零售业景气度下降; 线下业务下滑超预期; 新零售回报低于预期

报告正文

● H1 营收同比增长 5.1%，同店增速 5.7%

20H1 公司营收 531.7 亿元，同比+5.1%。具体来看：1) 货品销售收入为 514.94 亿元，同比 6.1%，主要是由于公司双品牌整合效果显著，同店销售增速 5.7%，助力公司收入增长；2) 租金收入为 16.76 亿元，同比-18.8%，上半年受疫情因素影响租金收入有所豁免。

同店表现靓丽，线上到家业务拉动作用明显。BCE 业务 Q1 店日均单量超过 750 单/店，客单价超过 85 元；Q2 店日均单量超过 950 单/店，客单价超过 68 元，订单量较 19 年同比增 50%。单量提升、客单价增长，促使 B2C 的经营模式进一步优化，业务获利能力进一步提升。

图1、2020H1 公司营收 531.7 亿元，YoY+5.1%

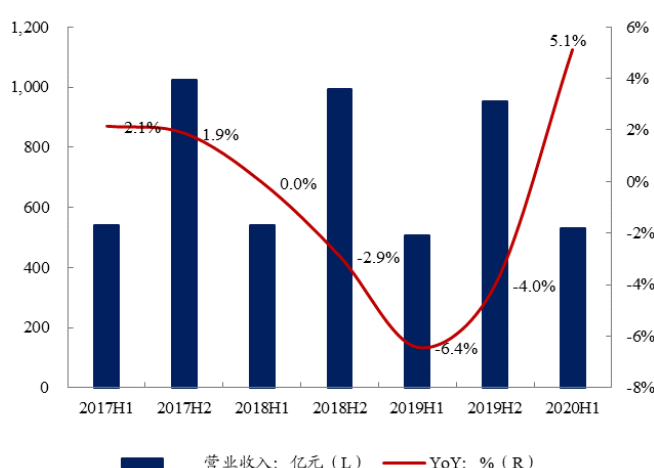
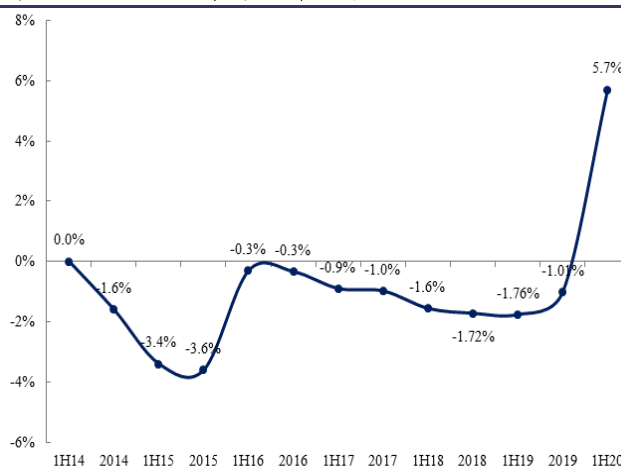


图2、2020H1 公司同店增速为 5.7%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、2020H1 公司门店表现 (家)

单位：家	2016	2017	2018	2019	2020H1
新增门店	38	18	24	7	1
关闭门店	1	3	1	5	3
净开店	37	15	23	2	-2
门店数	446	461	484	486	484

资料来源：公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利润率下降，政府补助及福利减免带来经营利润率小幅上升

20H1 公司毛利润为 130.54 亿元，同比-1.0%；毛利率为 24.6%，同比-0.7ppt，主要由于公司上半年租金收入减少所致。于此同时，上半年政府补助同比增加了 1.36 亿元。

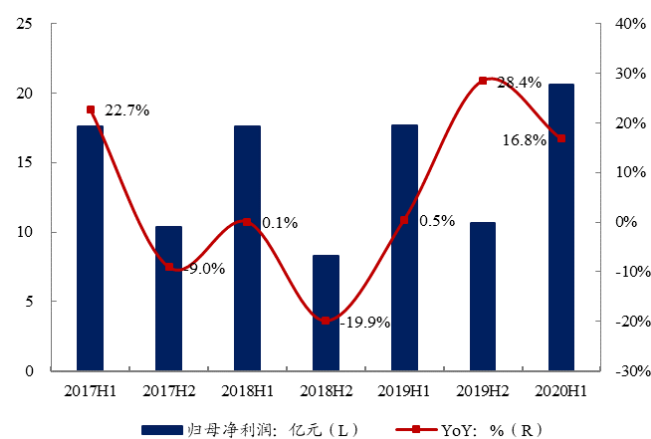
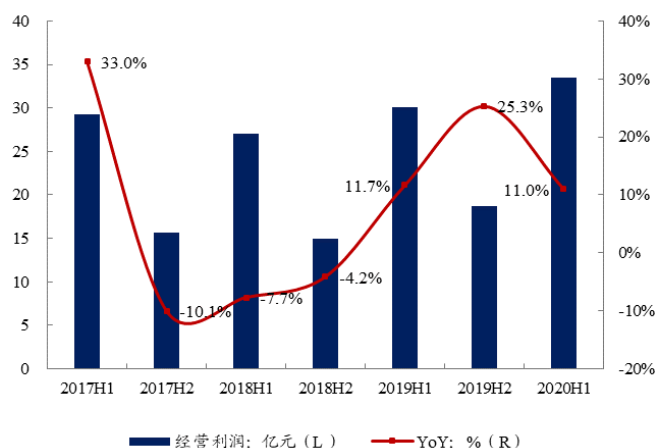
20H1 公司经营利润 EBIT 为 33.46 亿元，经营利润率为 6.3%，同比+0.3ppt。政府减免若干社会福利项目，导致主要费用率下降，其中销售费用率同比-1.25ppt，管

理费用率同比-0.49ppt，财务费用率同比-0.08ppt。

20H1 公司归母净利润 20.62 亿元，同比+16.7%。

图3、2020H1 公司经营利润 33.46 亿元，YoY+11%

图4、2020H1 公司归母净利润为 20.62 亿元，YoY+16.8%

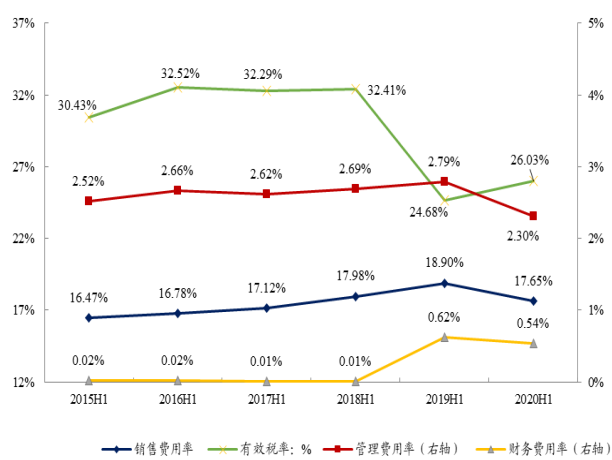
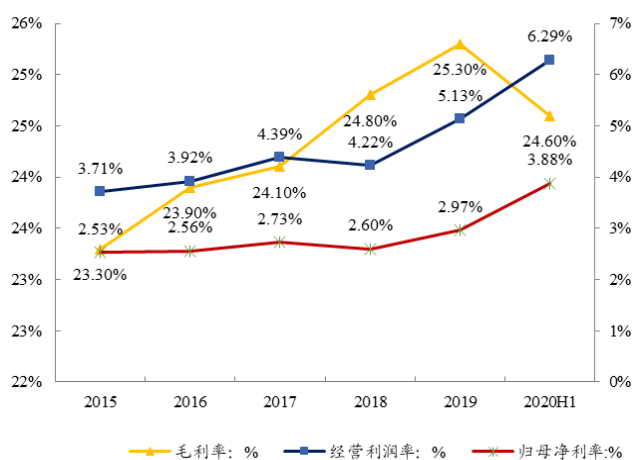


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2018 和 2019 年均为考虑 IFRS 16 会计准则影响

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2020H1 公司毛/净利率及经营利润率变动情况 (%)

图6、2020H1 公司费用率及有效税率变动情况 (%)



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司看点：

- （1）公司线上新业务表现亮眼，透过淘鲜达、饿了么、天猫超市、菜鸟驿站等平台入口，线上消费心智在加速养成；
- （2）大卖场重构提升卖场生产力，公司将改造大卖场数量由计划的 50 家调整至 40 家。其中，已经完成 5 家重构，15 家正在施工中，从此前完成改造的门店来看，同店增长可提升 7pct；
- （3）多业态渠道发展，开启大型、中型、小型商店齐头并进的多业态展店模式，公司今年计划新开约 10 家大卖场，2-3 家中型超市，以及 30 家小型社区超市；
- （4）双品牌整合将继续推进。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

我们预计 2020/21E 归母净利润 30.8（较前值下调 5.5%）/32.7（-9.4%）亿元，维持目标价 12 港元，对应 2020/21 年 PE 为 31/29x，维持“审慎增持”评级。

风险提示：疫情的不确定性，零售业景气度下降；线下业务下滑超预期；新零售回报低于预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	34,722	35,461	36,510	37,783	营业收入	95,357	97,433	100,380	103,959
货币资金	13,251	12,963	13,146	11,805	营业成本	69,626	71,906	73,780	76,202
其他存款	785	785	785	785	毛利	25,731	25,527	26,601	27,757
应收账款	2,962	3,026	3,118	3,229	其他收入	1,489	1,551	1,566	1,608
存货	17,724	18,110	18,658	19,323	营运成本	19,523	19,292	19,976	20,792
非流动资产	36,464	33,777	30,901	28,026	管理费用	2,807	2,631	2,811	3,015
固定资产-物业及设备	35,271	32,389	29,507	26,625	营业利润	4,890	5,156	5,380	5,558
无形资产	25	25	25	25	财务费用	623	578	533	488
商誉	99	99	99	99	应占联营公司损益	-15	-15	-15	-15
按权益入账的被投资方	17	17	17	17	除税前利润	4,252	4,563	4,832	5,055
应收及预付款项-非流动	2,962	3,026	3,118	3,229	所得税	1,207	1,278	1,353	1,415
递延税项资产-非流动	1,052	1,052	1,052	1,052	净利润	3,045	3,286	3,479	3,640
资产总计	71,186	69,238	67,411	65,809	少数股东损益	211	211	211	211
流动负债	38,012	36,549	35,168	33,981	归属母公司净利润	2,834	3,075	3,268	3,429
应付账款	25,827	26,307	27,103	28,069	EPS(元)	0.30	0.32	0.34	0.36
租赁负债	1,057	1,057	1,057	1,057					
应交所得税	459	469	483	500	主要财务比率				
合同负债	10,669	8,716	6,525	4,355	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
非流动负债	7,816	6,505	5,194	3,883	成长性(%)				
租赁负债	7,511	6,200	4,889	3,578	营业收入增长率	-4.0%	3.0%	4.0%	4.0%
递延所得税负债-非流动	255	255	255	255	营业利润增长率	4.1%	5.4%	4.3%	3.3%
其他金融负债-非流动	50	50	50	50	归母净利润增长率	14.4%	8.5%	6.3%	4.9%
负债合计	45,828	43,054	40,362	37,864					
股本	10,020	10,020	10,020	10,020	盈利能力(%)				
储备	13,905	14,520	15,174	15,859	营业利润率	5.1%	5.3%	5.4%	5.3%
归属母公司权益	23,925	24,540	25,194	25,879	归母净利率	3.0%	3.2%	3.3%	3.3%
少数股东权益	1,433	1,644	1,855	2,066	ROE	12.3%	12.7%	13.1%	13.4%
股东权益合计	25,358	26,184	27,049	27,945					
负债及权益合计	71,186	69,238	67,411	65,809	偿债能力(%)				
					资产负债率	64.4%	62.2%	59.9%	57.5%
					流动比率	0.91	0.97	1.04	1.11
					速动比率	0.45	0.47	0.51	0.54
					营运能力(次)				
					资产周转率	1.35	1.39	1.47	1.56
					应收帐款周转率	24.82	24.01	24.01	24.01
					每股资料(元)				
					每股收益	0.30	0.32	0.34	0.36
					每股经营现金	0.48	0.59	0.62	0.40
					每股净资产	2.51	2.57	2.64	2.71
					估值比率(倍)				
					PE	33.14	30.55	28.74	27.40
					PB	3.93	3.83	3.73	3.63

现金流量表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	3,045	3,286	3,479	3,640
折旧	4,404	4,404	4,404	4,404
摊销	22	22	22	22
利息收入	-462	-472	-486	-504
财务费用	623	578	533	488
营运资金的变动	-3,005	-2,161	-2,014	-4,165
经营活动产生现金流量	4,605	5,634	5,916	3,863
投资活动产生现金流量	-1,808	-2,428	-2,414	-2,396
融资活动产生现金流量	-3,015	-3,604	-3,559	-3,514
现金净变动	-218	-398	-57	-2,047
现金的期初余额	13,469	13,251	12,853	12,797
现金的期末余额	13,251	12,853	12,797	10,749

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

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业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。