



多业态模式探索阶段，数字化转型构成业绩压力

——高鑫零售（6808.HK）FY2018 点评

2019年03月04日

推荐/首次

高鑫零售

财报点评

谭可	分析师	执业证书编号：S1480510120013
	Email: tanke@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554011
王紫	研究助理	执业证书编号：S1480118060012
	Email: wangzi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554104

事件：

高鑫零售（6808.HK）发布截至2018年12月31日止年度业绩公告。报告期内，公司实现营业收入人民币993.6亿元，同比下降2.9%；录得净利润人民币28.2亿元，同比下降6.7%；基本每股盈利人民币0.27元。

公司财务指标：

指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入（百万元）	102,320	99,359	109,162	115,948	122,615
增长率（%）	1.9%	-2.9%	9.9%	6.2%	5.7%
净利润（百万元）	3,020	2,818	3,225	3,730	4,015
增长率（%）	14.9%	-6.7%	14.4%	15.7%	7.6%
基本每股收益（元）	0.29	0.27	0.32	0.37	0.40
PE	23.6	25.8	21.0	18.3	16.9

观点：

- **受家苏宁电销售协议影响，营业收入下降。**公司2018财年实现营业收入993.6亿元，较去年同期下降2.9%。
 - ◆ 销售货物收入为 955.51 亿元，降幅 3.3%，主要原因是公司与苏宁在家电销售方面的深入合作，按照协议安排，公司家电部门全部由苏宁代销，因此部分销售收入被划分为代销收入，计入代销收入后公司总销售营收达到 1013.15 亿元，同比下降 1.0%。总销售营收的下降从同店销售增长方面也可见一斑，同店销售增长（除去家电品类）为-1.72%，较上一年度下降 1.46 个百分点，鉴于公司处于数字化转型期，数字与实体的整合还未完善，业绩波动属于合理现象，我们认为这一情况将于 2019 财年得到改善，并有望于 2020 年实现集中增长。
 - ◆ 租金收入为 38.1 亿元，同比增速 7.4%，主要是开设新店带来的可出租面积增加，以及租户组合管理改善拉升了原有门店的租金收入。
- **推进实体店的数字化转型，多业态全渠道发展。**为了实现线上至线下的良性发展，公司于本财年不断开发新的业务形态，截至财报期末：
 - ◆ 淘鲜达项目已拓展至大润发品牌及欧尚品牌旗下的所有门店，每家门店可为淘鲜达业务分别提供 13,000 个品项至 15,000 个品项。据统计，该项目的一小时配送的准点率已超过 99%，页面的缺货率低

于3%，出货的缺货率低于0.1%。这一项目不仅能推动系统、支付、库存、营销、物流、供应链一体化，更可基于此建立顾客的消费喜好数据库，为顾客提供个性化服务。

- ◆ 盒小马门店数已达9家，其中3家为自营，6家为合作店，从地理位置来看，有7家位于华东，东北及华南各有1家。高鑫的供应链和门店为盒小马提供“硬件”，阿里巴巴的技术及流量则在“软实力”方面为其赋能。这种新模式能够获得网上订单并为客户提供三公里范围内配送到家服务，提高了营运效率及与本地竞争者的竞争力。
- ◆ 公司经营的首家盒马鲜生门店于2018年9月28日开业，销售面积约为4,000平方米，截至财年末，线上订单数目已接近50%。
- **重构大卖场，提升整体资源利用效率。**公司于本财年新开设24家门店，然而仅依靠门店扩张已不足以让公司应对激烈的竞争环境，为了提高运营效率，公司开始在功能、品类、理念三个方面重构大卖场。
 - ◆ 功能方面，将服务对象扩展至在线群体和B2B客户，充分利用销售空间提升坪效，截至报告期末，B2B注册用户已超过48万个，收入较去年增长200%。
 - ◆ 品类方面，公司积极寻求合作的可能性，将家电品类交由苏宁代销，截至2018年底，有部分门店的家电销售已出现正增长。通过战略合作，公司也得以将更多精力集中于生鲜及快速消费品领域，在纺织品和百货品类上引进淘宝心选、生活无忧等自创品牌，提高性价比，从而提升产品对消费者的吸引力。
 - ◆ 理念方面，公司对大卖场的重新定位是专业、质感、高性价，并融入了新零售的概念。为了更好地提供服务，公司对大润发及欧尚两家公司的后端资源及业务进行整合，此外，大润发将协助欧尚升级IT系统及整合供应链，到目前为止，三家试点门店已完成了重组，包括两家现有门店（大润发杨浦店及欧尚嘉兴店）及一家新开门店（大润发鹿城店）。
- **毛利率稳步上升，营运成本增加影响净利。**由于产品组合优化，公司本财年毛利率为25.3%，较去年同期上升1.2个百分点。来自苏宁部分的收入计入代销收入后，虽然收入减少，但拉动了毛利率水平的提升。公司2018财年净利率2.8%，较去年同期下降0.2个百分点。主要是由于门店扩张及O2O业务发展，导致营运成本占收入比重较去年同期上升1.4个百分点至19.9%。另外，由于最低工资标准提高，人事开支也有所上升。行政费用率与财务费用率维持了基本不变。
- 截至报告期末，本财年现金和现金等价物为人民币93亿元，较上一财年的70亿增加23亿元。经营活动现金流入64.17亿元，较去年同期减少8.2%，但仍远高于年内溢利，反映公司现金产出能力较强。
- 此外，公司2018年平均存货周转天数为70天，应付账款周转天数94天，基本与去年持平，流动比率0.85，比上一财年小幅提升。

结论：

高鑫零售是国内规模最大的超市零售企业，拥有良好的品牌形象、门店及供应链资源，在新零售时代更是与阿里强强联合，借助其流量、技术和资金优势，致力于实现线上线下一体化。在数字化转型阶段，公司重塑大卖场、探索及部署多业态，2018财年业绩有所波动在所难免，我们认为，随着业务不断成熟、渠道不断完善，高鑫零售将于2020年基本完成数字化改造，实现业绩突破。我们预计公司2019-2021财年营业收入分别

为人民币1091.6亿元、1159.5亿元、1226.2亿元, 净利润分别为人民币32.3亿元、37.3亿元、40.2亿元, 净利润增速分别为14.4%、15.7%、7.6%, 当前股价对应PE分别为21X、18X、17X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示:

宏观经济下滑导致公司销售不及预期, O2O业务发展不及预期, 竞争对手率先完成改造抢占市场份额。

公司盈利预测表

利润表	单位: 百万人民币				
	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
收入	102,320	99,359	109,162	115,948	122,615
收入成本	-77,646	-74,240	-81,564	-86,404	-91,371
毛利	24,674	25,119	27,597	29,545	31,244
其他收入	1,630	1,743	1,879	2,207	2,451
营运成本	-18,922	-19,815	-21,552	-22,892	-24,208
行政费用	-2,895	-2,851	-3,116	-3,306	-3,504
财务费用	-13	-10	-15	-13	-13
分占联营及合营企业的业绩	-5	-8	-11	-14	-17
除税前溢利	4,469	4,178	4,783	5,528	5,953
税项	-1,449	-1,360	-1,558	-1,797	-1,938
净利润	3,020	2,818	3,225	3,730	4,015
以下人士应占					
本公司拥有人	2,793	2,588	3,081	3,535	3,835
每股盈利					
基本 (人民币元)	0.29	0.27	0.32	0.37	0.40
摊薄 (人民币元)	0.29	0.27	0.32	0.37	0.40

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

谭可

海外研究组组长, 2007年加盟东兴证券研究所, 曾外派香港研究港股市场。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所海外组, 从事港股大消费领域研究及部分港股策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。