



阿里增持，模式变迁、平台价值可期

高鑫零售（06808）获得阿里股权收购点评 | 2020.10.20

中信证券研究部



徐晓芳
首席商业零售
分析师
S1010515010003

核心观点

阿里巴巴拟收购吉鑫控股 70.94% 的股权，收购后直接及间接合计持有公司 72.35% 股权，并表。公司线上业务规模和盈利能力有望进一步提升，双线融合提速，助力商业模式向“双线价差+双线流量变现”转变；同时，高鑫零售作为阿里系新零售平台的价值也显著提升。

■ **阿里巴巴通过淘宝中国收购吉鑫控股持有 70.94% 股权，成为高鑫零售第一大股东。**10月19日，高鑫零售和淘宝中国发布联合公告，阿里巴巴通过其子公司淘宝中国向 Auchan Retail International S.A. 及其附属公司收购吉鑫控股合计 70.94% 股权，收购价格为约 8.1 港元/股，合计收购价格约 280 亿港元，按照公告日 95.4 亿股股本计算，对应公司市值 772.7 亿港元，对应 2020E 的 PE 为 21.1x，PS 为 0.7x。吉鑫控股持有高鑫零售 51% 股权，本次收购后，阿里巴巴连同其关联方将持有高鑫零售 72.35% 的股权，成为高鑫零售第一大股东，高鑫零售将纳入阿里巴巴财务报表。

■ **线上业务占比高位提升，稳定盈利，并入阿里报表利于获得阿里更多技术和流量支持。**在阿里巴巴的数字化及流量支持下，公司线上业务规模占比超同业：2020H1，公司线上 B2B 占比 7.9%，B2C 占比 12%，合计线上占比达 19.9%（永辉超市/步步高超市/天虹超市线上占比分别为 9.7%/12.5%/13.0%）。公司 2019 年线上业务实现整体盈利，2020H1 到家业务净利率达 3%~4%，2020Q3 到家业务净利率 1%~2%。阿里将公司纳入报表彰显对公司未来整体盈利能力的信心，利于阿里为公司带来更多的流量和技术支持，进一步推进全流程数字化。我们预计公司线上业务占比有望高位提升，2020 年全年线上业务占比有望达约 22%，2021 年线上业务占比有望达 24%+，未来 3 年线上业务占比有望达 30%-35%。

■ **阿里巴巴是公司重要线上流量入口，公司有望成为阿里系超市业务整合平台。**高鑫零售线上业务共有四个入口，截至 2020 年 8 月，根据订单量，淘鲜达占比 50%，自有 APP 占比 20%，饿了么占比 15%，天猫超市占比 15%，阿里系入口合计占比 80%。阿里巴巴同时参股了三江购物、联华超市等超市公司，银泰百货等百货公司以及居然之家、苏宁易购等家居数码公司，公司现阶段线上入口、消费者数据仍主要由阿里掌握，利用公司强大的供应链体系、低线城市线下门店网络和海量会员，阿里有望加速新零售业务板块融合。

■ **阿里绝对控股，助力商业模式从“线下价差+转租流量变现”向“双线价差+双线流量变现”转变；高鑫零售新零售平台价值突显。**线下大卖场模式的本质为商品价差变现加流量变现（转租、广告费等），预计未来公司商品价差水平相对稳定，但线下客流承压，线下流量变现能力将下降。线上渠道具备品牌宣传和营销的功能，能否在线上集聚足够的用户，通过线上新品/C2B/广告/金融等变现是观察重点；但鉴于线上入口、数据目前主要由阿里掌握，后续还需看与阿里系的整合情况。

■ **风险因素：**消费持续低迷，多元业态冲击加剧，线下客流恢复不达预期。

■ **投资建议：**维持公司 20-22 年营业收入预测为 993.0 亿/1034.4 亿/1076.4 亿元，维持 20-22 年归属净利润预测为 31.7 亿/35.7 亿/39.7 亿元，对应 20-22 年 EPS 预测分别为 0.33/0.37/0.42 元，维持“增持”评级。

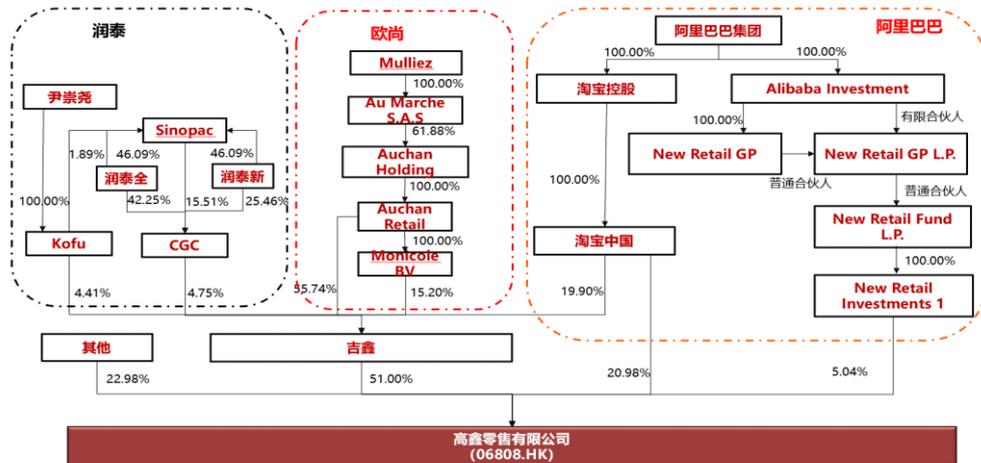
高鑫零售	06808
评级	增持（维持）
当前价	9.45 港元
总股本	9,540 百万股
港股流通股本	9,540 百万股
52 周最高/最低价	13.24/7.73 港元
近 1 月绝对涨幅	5.70%
近 12 月绝对涨幅	15.98%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	99,359	95,357	99,296	103,442	107,639
营业收入增长率	-2.89%	-4.03%	4.13%	4.18%	4.06%
净利润(百万元)	2,588	2,834	3,172	3,566	3,967
净利润增长率	-7.34%	9.51%	11.92%	12.41%	11.27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.27	0.30	0.33	0.37	0.42
毛利率%	25.28%	26.98%	26.48%	27.10%	27.62%
净资产收益率 ROE%	10.94%	11.85%	12.36%	12.84%	13.20%
PE	31	29	26	23	20

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

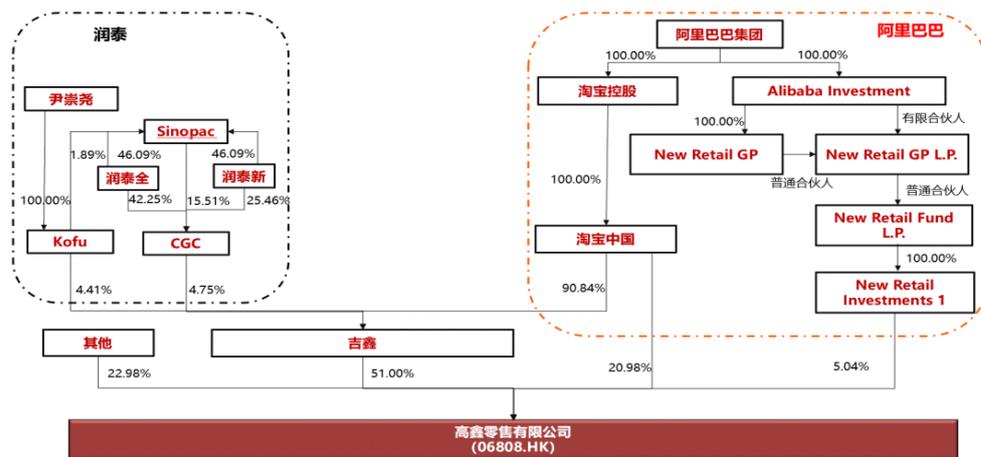
注: 股价为 2020 年 10 月 19 日收盘价

图 1：本次股权转让前高鑫零售股权架构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：本次股权转让后高鑫零售股权架构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：阿里巴巴新零售板块业务加速融合



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部绘制 注：数字为阿里巴巴持股比例，如阿里巴巴持有苏宁易购 19.99%股份

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	99,359	95,357	99,296	103,442	107,639
营业成本	-74,240	-69,626	-73,000	-75,410	-77,906
毛利率	25.28%	26.98%	26.48%	27.10%	27.62%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-19,815	-19,523	-19,422	-20,409	-21,241
营业费用率	19.94%	20.47%	19.56%	19.73%	19.73%
管理费用	-2,851	-2,807	-2,457	-2,622	-2,904
管理费用率	2.87%	2.94%	2.47%	2.53%	2.70%
财务费用	-10	-623	26	41	56
财务费用率	0.01%	0.65%	-0.03%	-0.04%	-0.05%
投资收益	-8	-15	-10	-11	-12
营业利润	4,178	4,252	4,759	5,373	5,961
营业利润率	4.20%	4.46%	4.79%	5.19%	5.54%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4,178	4,252	4,759	5,373	5,961
所得税	-1,360	-1,207	-1,351	-1,525	-1,692
所得税率	-32.55%	-28.39%	-28.39%	-28.39%	-28.39%
少数股东损益	230	211	236	282	302
归属于母公司股东的净利润	2,588	2,834	3,172	3,566	3,967
净利率	2.60%	2.97%	3.19%	3.45%	3.69%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	4,178	4,252	4,759	5,373	5,961
所得税支出	-1,360	-1,207	-1,351	-1,525	-1,692
折旧和摊销	3,178	4,404	4,192	4,248	4,304
营运资金的变化	168	92	-181	1,477	116
其他经营现金流	253	-2,936	-392	-412	-421
经营现金流合计	6,417	4,605	7,028	9,162	8,269
资本支出	-2,690	-2,375	-3,160	-2,260	-2,160
投资收益	-8	-15	-10	-11	-12
其他投资现金流	589	582	-1,028	-1,408	-1,806
投资现金流合计	-2,109	-1,808	-4,198	-3,679	-3,978
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-36	-9	7,000	7,000	7,000
股息支出	-1,145	-1,431	-1,431	-1,471	-1,677
其他融资现金流	-20	126	26	41	56
融资现金流合计	-1,201	-1,314	5,595	5,570	5,379
现金及现金等价物净增加额	3,107	1,483	8,425	11,052	9,670

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13,469	13,251	21,676	32,729	42,399
存货	14,468	17,724	17,491	17,321	18,798
应收账款	3,061	2,962	3,124	3,218	3,359
其他流动资产	15	785	16	16	16
流动资产	31,013	34,722	42,307	53,284	64,572
固定资产	20,386	28,572	27,334	25,139	22,789
长期股权投资	41	17	17	17	17
无形资产	5,981	124	664	1,204	1,744
其他长期资产	4,358	7,751	8,879	10,387	12,293
非流动资产	30,766	36,464	36,894	36,747	36,843
资产总计	61,779	71,186	79,201	90,031	101,415
短期借款	1	0	0	0	0
应付账款	35,871	36,496	36,500	37,890	39,644
其他流动负债	549	1,516	500	503	487
流动负债	36,421	38,012	37,000	38,393	40,131
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	257	7,816	14,866	21,926	28,979
非流动性负债	257	7,816	14,866	21,926	28,979
负债合计	36,678	45,828	51,866	60,319	69,111
股本及储备	23,665	23,925	25,666	27,760	30,051
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	23,665	23,925	25,666	27,760	30,051
少数股东权益	1,436	1,433	1,669	1,952	2,253
股东权益合计	25,101	25,358	27,335	29,712	32,304
负债股东权益总计	61,779	71,186	79,201	90,031	101,415

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-2.89%	-4.03%	4.13%	4.18%	4.06%
营业利润增长率	-6.51%	1.77%	11.92%	12.91%	10.94%
净利润增长率	-7.34%	9.51%	11.92%	12.41%	11.27%
毛利率	25.28%	26.98%	26.48%	27.10%	27.62%
EBITDA Margin	4.42%	5.67%	6.08%	6.12%	6.16%
净利率	2.60%	2.97%	3.19%	3.45%	3.69%
净资产收益率	10.94%	11.85%	12.36%	12.84%	13.20%
总资产收益率	4.19%	3.98%	4.00%	3.96%	3.91%
资产负债率	59.37%	64.38%	65.49%	67.00%	68.15%
所得税率	-32.55%	-28.39%	-28.39%	-28.39%	-28.39%
股利支付率	44.23%	50.49%	46.38%	47.03%	47.97%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将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。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。