

审慎增持 (首次)

06808.HK 高鑫零售

港股通 (沪、深)

目标价: 11 港元

现价: 9.41 港元

零售业去芜存菁, 龙头逆市扩张拥抱新零售

2018 年 11 月 08 日

预期升幅: 17%

主要财务指标

市场数据

日期	2018-11-7
收盘价(港元)	9.41
总股本(百万股)	9540
流通股本(百万股)	9540
总市值(百万港元)	89771
流通市值(百万港元)	89771
净资产(百万元)	22835
总资产(百万元)	56110
每股净资产(元)	2.39

数据来源: Wind

相关报告

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	102,320	105,778	113,019	123,733
同比增长(%)	1.9%	3.4%	6.8%	9.5%
净利润(百万元)	2793	2887	3137	3472
同比增长(%)	8.6%	3.4%	8.7%	10.7%
毛利率(%)	24.1%	24.0%	24.1%	24.2%
净利润率(%)	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
净资产收益率(%)	11.9%	11.8%	12.1%	12.6%
每股收益(元)	0.29	0.30	0.33	0.36
每股经营现金流(元)	0.89	0.73	0.77	0.86

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **实体零售大浪淘沙强者逆市扩张:**中国零售消费总体增速边际下降, 市场竞争更为激烈, 门店经营恶化成为弱势品牌的常态, 但一些优秀的头部企业依然稳步扩张, 表现出较强抗风险性, 市场集中度上升; 超市业前五大企业高鑫零售\华润万家\沃尔玛中国\永辉超市\联华超市近 5 年在快消连锁百强中市场份额变动为+1.4pct\+0.3pct\+0.7pct\+2.8pct\ -1.2pct。高鑫零售龙头地位稳固, 门店、销售额规模稳健增长, 市场份额逆市扩张。
- **高鑫深化改革, 拥抱新零售: 1、同店增长引擎—数字化改造+优化商品结构, 借鉴沃尔玛, 线上及 O2O 对同店增长贡献日益显著, 贡献率约达 30%; 盒马鲜生 60%线上引流, 成熟店坪效高达约 5 万。高鑫零售以强大网点辐射及供应链体系为依托, 以生鲜为突破口, 与阿里巴巴进行流量、供应链、技术、管理全方位合作, 看好实体门店改革“量变”叠加新零售“质变”提振同店; 2、外延扩张策略—分层级、多业态、全渠道, 核心城市大型门店+次级区域中小型门店, 看好以“盒小马”为着力点的渠道下沉版图。**
- **高盈利保障—强大供应链管理+挖掘精细化运营:**高鑫零售盈利能力业内居首, 资产回报率、资产周转稳健上行, 是强大供应链集约管理及终端精细化运营能力的体现。高鑫零售自由现金流、资本开支增势优良、有序匹配, 具备更强抗风险能力, 成为新零售深化改革强大后盾。我们预测 2018-2019 EPS 0.30 元、0.33 元, 给予目标价 11 港元, 首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 1、宏观经济降速风险; 2、居民收入、消费增长减缓, 零售业景气度下降 3、线上零售对实体零售冲击; 4、“新零售”回报低于预期

海外 研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王婉婷

wangwt@xyzq.com.cn

S0190514070009

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

一、 改革创新，领跑实体零售业	4
二、 线上冲击未减，实体零售大浪淘沙强者逆市扩张	6
2.1 零售消费需求层级渠道分化，超市业态成长性较好	6
2.2 去芜存菁，龙头逆市扩张	8
三、 高鑫深化改革，拥抱新零售	12
3.1 同店增长引擎——数字化改造+优化商品结构	12
3.2 外延扩张策略——分层级、多业态、全渠道	26
3.3 高盈利保障——强大供应链管理+挖掘精细化运营	30
四、 盈利预测及估值	38
图 1、高鑫零售收入规模及增速	4
图 2、高鑫零售净利润及增速	4
图 3、大润发、欧尚门店数量、同店销售 YOY、高鑫门店总建筑面积 YOY ..	5
图 4、高鑫零售销售货物收入、租金收入及增速	5
图 5、高鑫零售股权结构	6
图 6、社零总额累计及同比、城镇\乡村同比增速	7
图 7、限额以上及 50 家重点零售企业零售额同比	7
图 8、重点流通企业分业态(百货、超市、专业店)销售额当月 YOY	7
图 9、中国生鲜购买渠道市场份额	8
图 10、主要国家超市生鲜渠道渗透率	8
图 11、网上商品、服务累计零售额及增速	8
图 12、实物商品网上零售额占社零总额比重%	8
图 13、重点超市零售企业 2017 年营业收入(百万元)	9
图 14、重点超市零售企业 2008-2017 年收入 CAGR%	9
图 15、重点超市零售企业 2008-2017 净利润 CAGR%	9
图 16、中国快消连锁百强整体销售额、门店数同比 YOY	11
图 17、中国快消连锁百强中销售额 CR5\CR10 趋势%	11
图 18、中国快消连锁百强中门店数 CR5\CR10 趋势%	11
图 19、中国快消连锁百强 CR5 市场份额变动%	12
图 20、重点超市零售企业平均单店销售额(百万元)	12
图 21、沃尔玛美国、海外销售收入拆分及增速	13
图 22、沃尔玛美国、海外门店数拆分及增速	13
图 23、高鑫零售、沃尔玛全球\美国\海外\中国、永辉超市平均单店销售额 ..	14
图 24、高鑫零售、沃尔玛全球\美国\海外\中国、永辉超市平均坪效	14
图 25、高鑫零售、沃尔玛全球\美国\海外\中国、永辉超市平均单店面积	15
图 26、美国生鲜食品杂货零售企业市场份额	16
图 27、美国电商零售 TOP 10 市场份额	16
图 28、沃尔玛收入同比增速及拆分同店、门店数量同比增速	17
图 29、高鑫零售、沃尔玛美国、永辉超市同店 YOY	17
图 30、高鑫零售、沃尔玛美国\海外\中国、永辉超市平均单店销售额 YOY ..	17
图 31、沃尔玛单季同店、客流量、客单价、电子商务 YOY 电子商务贡献率 ..	19
图 32、沃尔玛商品构成及生鲜食品杂货占比趋势	20
图 33、生鲜食品快消品购买频次	20
图 34、我国超市零售企业 2008-2017 年收入 CAGR	21
图 35、我国重点超市零售企业生鲜品类占比%	21
图 36、淘宝心选\高鑫零售与苏宁易购合作	22
图 37、高鑫零售、阿里供应链分享	22
图 38、淘鲜达 APP 入口	23

图 39、手机淘宝月独立设备数及环比增速	- 23 -
图 40、2018 年 3、6 月综合电商 APP DAU 均值	- 23 -
图 41、高鑫零售数字化门店改造数量及渗透率	- 24 -
图 42、沃尔玛收入利润增速及扩张历程	- 27 -
图 43、高鑫零售（上海）门店分布核心区域较集中	- 28 -
图 44、永辉超市（上海）门店分布	- 28 -
图 45、高鑫零售门店数量区域分布	- 28 -
图 46、高鑫零售各层级城市门店数量	- 28 -
图 47、飞牛商品交易总额及增速	- 29 -
图 48、高鑫零售、沃尔玛、永辉超市毛利率	- 30 -
图 49、高鑫零售、沃尔玛、永辉超市 EBIT 利润率	- 30 -
图 50、我国重点上市超市零售企业毛利率%	- 31 -
图 51、我国重点上市超市零售企业净利率%	- 31 -
图 52、高鑫零售共同谈判金额/采购金额比例及毛利率上行趋势	- 31 -
图 53、高鑫零售、沃尔玛、永辉超市存货周转天数	- 32 -
图 54、我国重点上市超市零售企业存货周转天数	- 33 -
图 55、我国重点上市超市零售企业总资产周转率	- 33 -
图 56、我国重点上市零售企业销售管理费用率%	- 33 -
图 57、重点超市零售企业销售管理费用/公司收入%	- 34 -
图 58、重点超市零售企业员工薪酬/公司收入%	- 34 -
图 59、重点超市零售企业员工薪酬/员工人数（万元）	- 34 -
图 60、重点超市零售企业销售管理费用/员工人数（万元）	- 34 -
图 61、重点超市零售企业平均单店员工人数	- 35 -
图 62、重点超市零售企业平均单个员工覆盖门店面积（平方米）	- 35 -
图 63、高鑫零售、沃尔玛、永辉超市单位员工平均销售额	- 36 -
图 64、高鑫零售杜邦分析	- 36 -
图 65、沃尔玛杜邦分析	- 37 -
图 66、永辉超市杜邦分析	- 37 -
图 67、高鑫零售净利润、CFO、自由现金流	- 37 -
图 68、永辉超市净利润、CFO、自由现金流	- 37 -
图 69、联华超市净利润、CFO、自由现金流	- 37 -
图 70、步步高净利润、CFO、自由现金流	- 37 -
图 71、高鑫零售股价及 PE 估值	- 40 -
图 72、高鑫零售股价及 PB 估值	- 40 -
表 1、中国快消连锁百强前 10 企业含税销售额（亿元）	- 10 -
表 2、中国快消连锁百强前 10 企业门店数量	- 10 -
表 3、沃尔玛、高鑫零售、永辉超市运营数据对比测算分析(2017)	- 16 -
表 4、沃尔玛电商发展历程	- 18 -
表 5、盒马鲜生核心运营指标	- 24 -
表 6、O2O 数字化门店改造对同店增长提振-假设线上客单价 50 元/客单	- 25 -
表 7、O2O 数字化门店改造对同店增长提振-假设线上客单价 60 元/客单	- 25 -
表 8、实体门店与线上入口客单盈利测算-假设线上平均客单价 50、60、70 元 ...	- 26 -
表 9、高鑫零售\永辉超市\沃尔玛中国分区域门店数量	- 27 -
表 10、沃尔玛门店效率指标	- 32 -
表 11、高鑫零售盈利预测	- 39 -
表 12、超市零售公司估值比较(PE)	- 40 -
附表	- 41 -

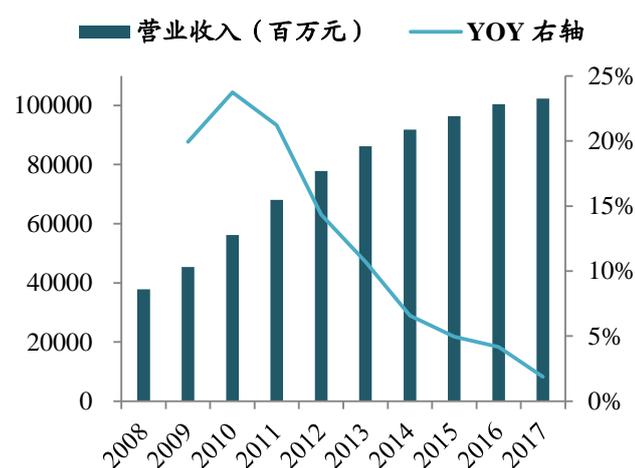
报告正文

一、 改革创新，领跑实体零售业

高鑫零售为中国规模最大零售集团及大卖场运营商，以“大润发”、“欧尚”两大知名品牌连锁经营。公司致力于营造现代时尚购物氛围，提供丰富优质商品选择，打造愉悦、舒适、超值购物体验。

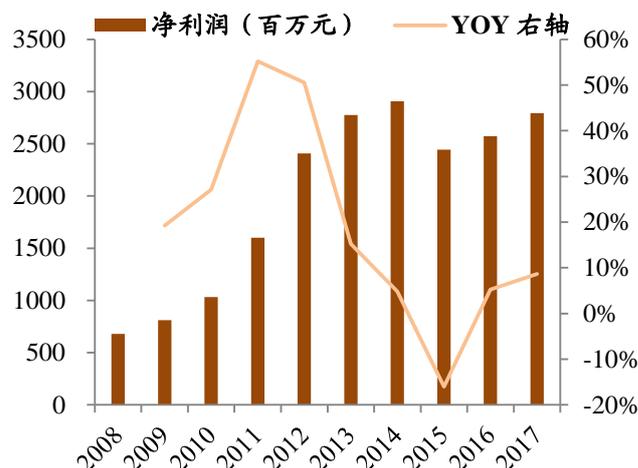
我国零售业正在经历行业的变革与挑战，高鑫零售改革创新，重新定位大卖场，对门店进行数字化管理改造，聚焦多业态全渠道发展，多管齐下，拥抱“新零售”。2017年高鑫零售收入规模达到1023亿元，归母净利润28亿元，2008-2017收入、利润CAGR分别为12%、17%。公司积极调整经营模式，优化商品结构，开源节流，施行O2O战略，利润反弹回升。

图 1、高鑫零售收入规模及增速



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

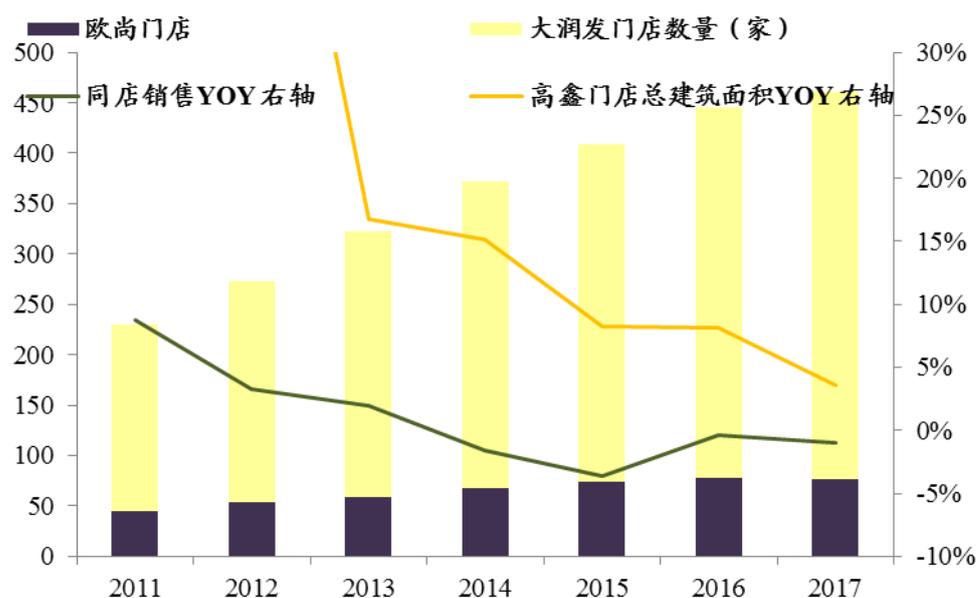
图 2、高鑫零售净利润及增速



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

大润发、欧尚门店数量持续扩张，2011-2017年高鑫零售门店数量、门店建筑面积CAGR分别为12%、18%。近三年线上零售崛起，传统零售遇冷承压，公司门店数量、门店建筑面积年平均增长降至7%，在严峻的行业形势下仍表现优良，领跑实体零售业，且同店增速降幅开始有所收窄，呈现回升态势。

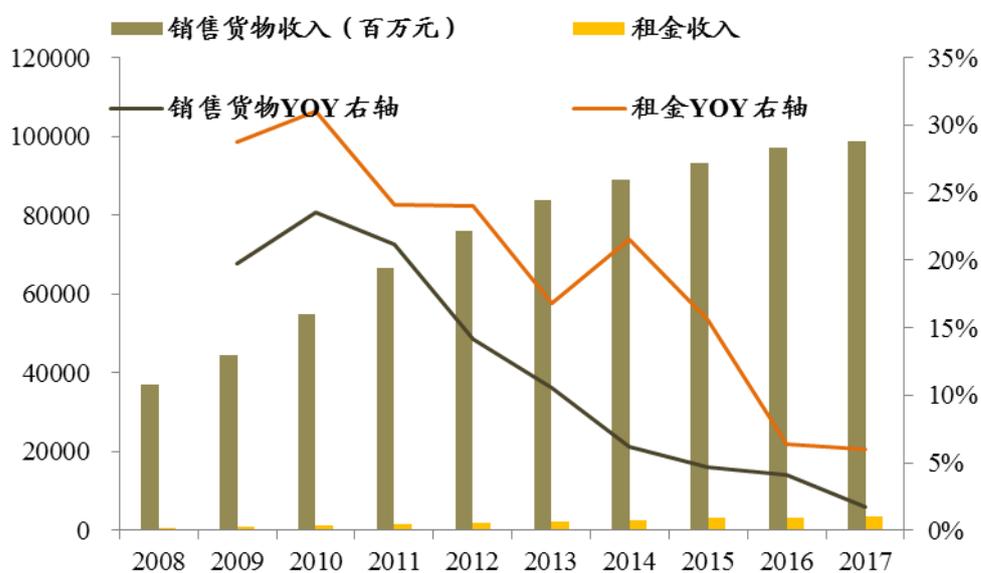
图 3、大润发、欧尚门店数量、同店销售 YOY、高鑫门店总建筑面积 YOY



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

高鑫零售货物销售收入约占总收入的 97%，租金收入占比约 3%。由于租金收入较高的盈利性，我们测算出租业务利润占比约 10%。2008-2017 年高鑫零售租金收入 CAGR 19%，高于货物销售收入 CAGR 12%。

图 4、高鑫零售销售货物收入、租金收入及增速



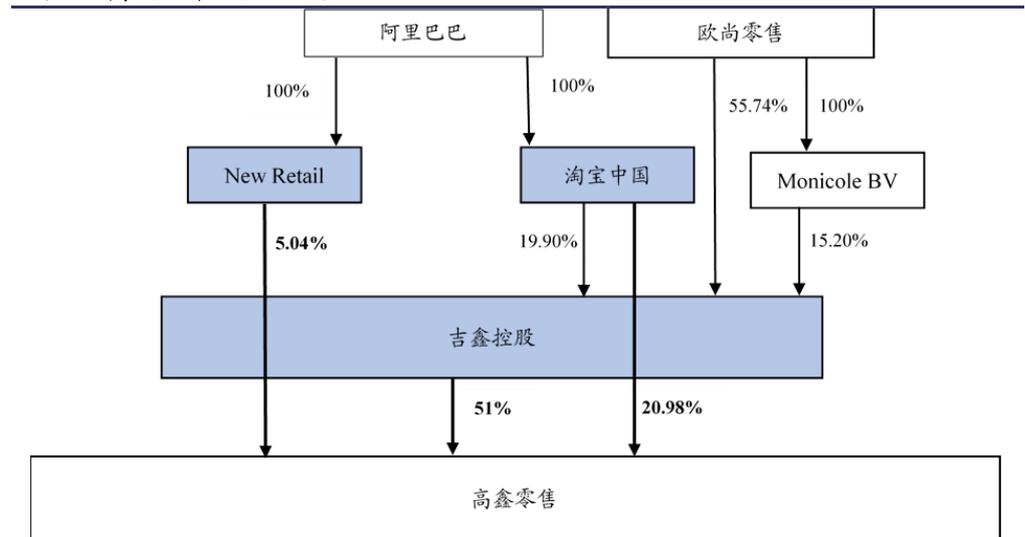
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

高鑫零售的前三大股东分别为吉鑫控股（51%）、淘宝中国（20.98%）、New Retail（5.04%），New Retail 为阿里巴巴全资附属公司。吉鑫控股由欧尚零售拥有 55.74% 权益、淘宝中国拥有 19.90%、Monicole BV 拥有 15.20%，Monicole BV 由欧尚零售全资拥有。通过一系列并购整合，阿里集团直接间接共拥有高鑫零售约 36.17%

的权益。

阿里将与高鑫实体网点及供应链资源协同，提供 O2O 线上线下整合的新零售解决方案，涵盖流量、供应链、渠道、技术管理输出等多元维度，以数字化经营提高全渠道利润及效率，提供精选商品与优质服务体验，从而扩大市场份额。

图 5、高鑫零售股权结构



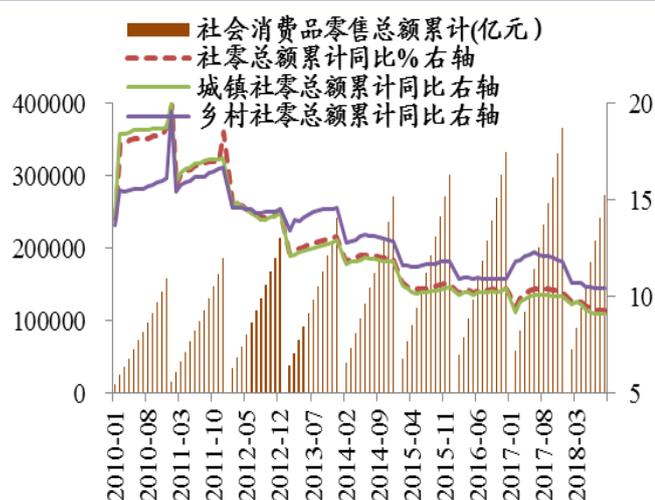
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

二、线上冲击未减，实体零售大浪淘沙强者逆市扩张

2.1 零售消费需求层级渠道分化，超市业态成长性较好

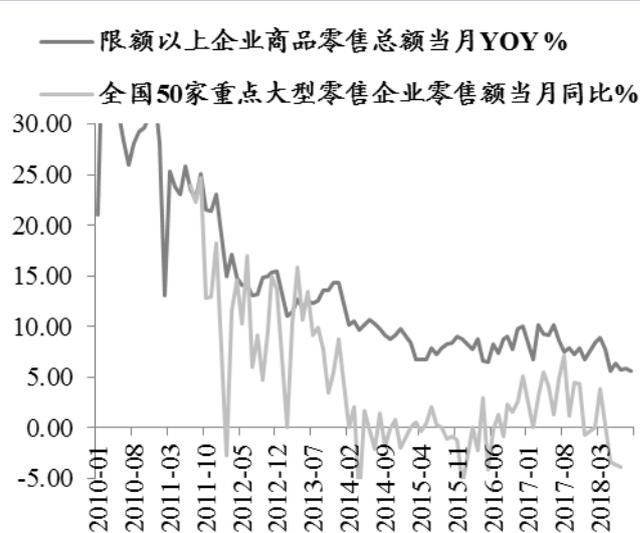
零售业低线增长高于高线，乡村高于城镇：今年以来社会消费品零售消费总体增长趋于稳定，但需求层级成长分化，乡村社零总额增速持续高于城镇，且低线城市零售消费增长与高线城市消费增长差额进一步扩大。全国 50 重点大型零售企业消费同比下降，而限额以上企业零售消费增长显著优于 50 重点大型零售企业，表明低线城市消费升级趋势较强，高线城市消费较为低迷。

图 6、社零总额累计及同比、城镇\乡村同比增速



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、限额以上及 50 家重点零售企业零售额同比



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

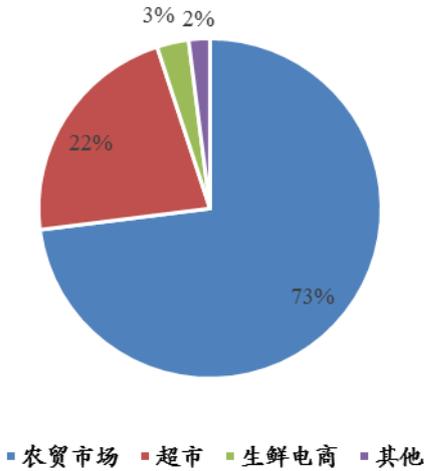
超市连锁业态于零售流通企业中成长性较好, 渗透率提升空间大: 零售流通企业百货、超市、专业店各业态中, 超市业态近年成长稳健, 由于超市商品较百货较难标准化, 因而受线上零售冲击偏小。目前中国生鲜商品购买渠道中农贸市场仍占据绝对份额, 连锁超市渗透率仅约为 22%, 而发达国家超市渗透率可达 70-80%。未来随着超市业态向低线渠道的下沉拓展, 连锁超市将逐步对中小型超市、杂货便利店、专业店等形成一定替代效应, 预期规模化集约化的大型连锁超市成长性还将不断提升。

图 8、重点流通企业分业态(百货、超市、专业店)销售额当月 YOY



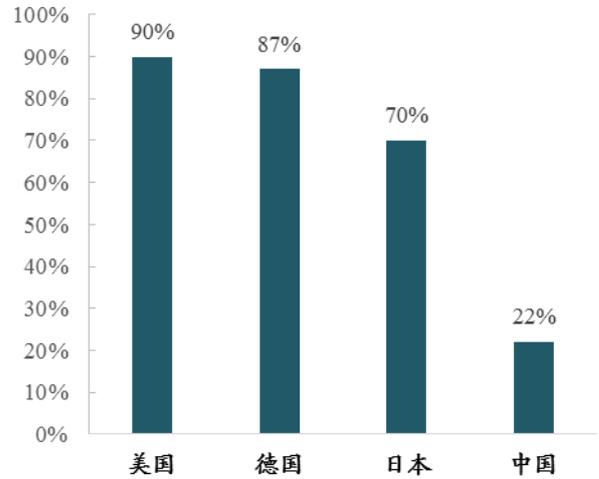
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、中国生鲜购买渠道市场份额



数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

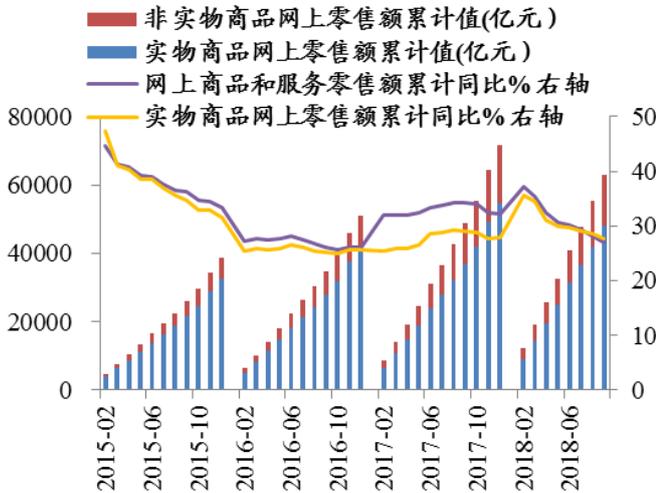
图 10、主要国家超市生鲜渠道渗透率



数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

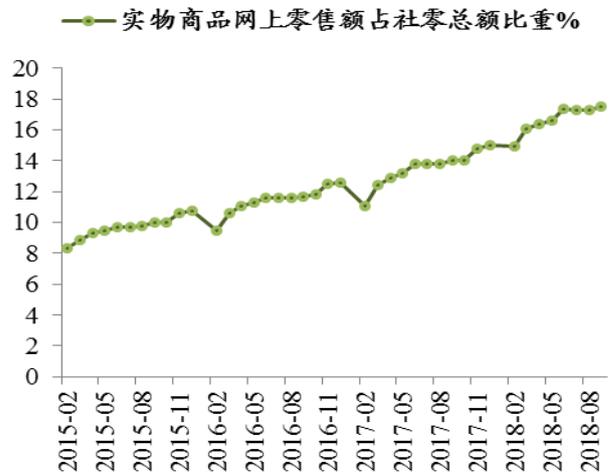
线上零售对实体零售仍有较强冲击：线上商品、服务保持约 30% 高速增长，实物商品网上零售额占社零总额比重增至 17%，线上高增长对百货、超市等实体零售业冲击未减。

图 11、网上商品、服务累计零售额及增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、实物商品网上零售额占社零总额比重%

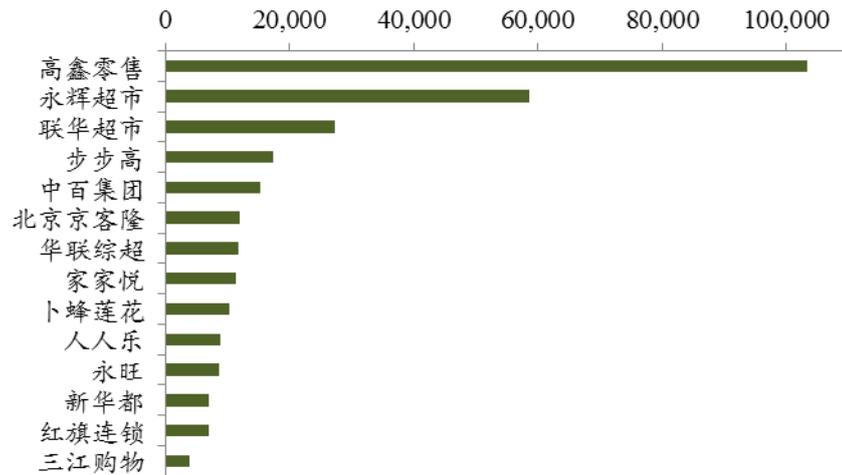


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 去芜存菁，龙头逆市扩张

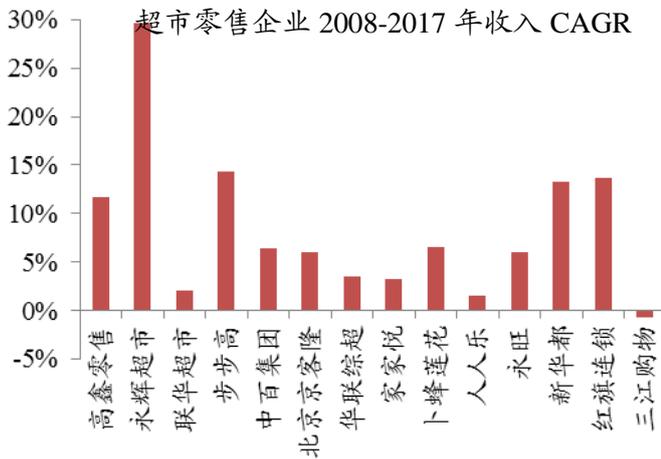
高鑫零售在上市超市零售企业中销售规模独占鳌头，且收入、利润端成长能力居行业前列，市场份额持续开拓，龙头地位不断加固。

图 13、重点超市零售企业 2017 年营业收入（百万元）



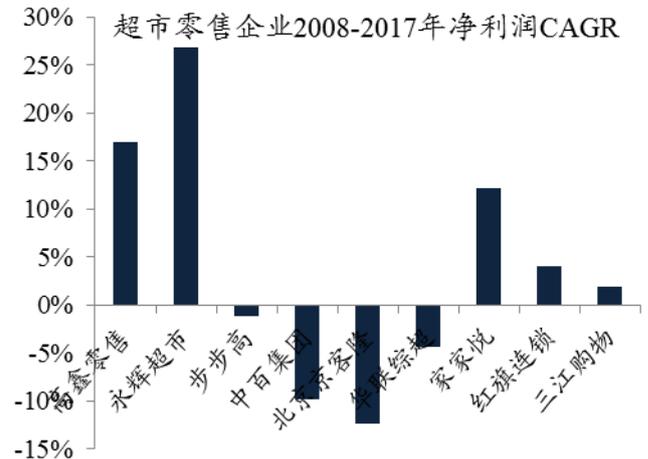
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、重点超市零售企业 2008-2017 年收入 CAGR%



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、重点超市零售企业 2008-2017 年净利润 CAGR%



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

弱势市场集中度上升，CR5/CR10 市占率增幅显著：中国零售消费总体增速边际下降，市场竞争更为激烈，一方面门店经营恶化至关店成为一些弱势品牌的常态，但一些优秀的头部企业依然稳步扩张，表现出较强抗风险性，市场集中度上升；另一方面由于我国居住密度区域差距较大，居民购物半径较小，导致在全国性连锁零售龙头外延扩张有所放缓的同时，区域性零售门店获得生存空间。

所以整体连锁零售市场表现出一定的复杂性，百强企业销售额同比增速下降而门店数量增速上升，CR5\CR10 销售额市场份额虽然显著增加，但门店数量份额则下滑。我们认为中国零售市场的这一复杂特性将随着全国性龙头内生性优化改革整顿后推动渠道下沉而有所改变。

中国快消连锁百强企业中高鑫零售、沃尔玛（中国）、永辉超市销售额、门店增长表现较亮眼，而华润万家、联华超市、家乐福（中国）近 3 年出现一定程度销售额及门店的收缩。我们着重看好通过内生+外延创新改革的龙头企业未来成长轨迹

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

及其对市场格局将起到的积极优化作用。

表 1、中国快消连锁百强前 10 企业含税销售额（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017
高鑫零售	1004	1040	1094	1035	1036
华润万家	801	857	1079	933	954
沃尔玛(中国)	722	724	735	767	803
永辉超市	351	430	493	544	654
联华超市	688	618	605	598	565
家乐福(中国)	467	457	401	505	498
物美	217	220	263	299	370
中百仓储超市	121	198	208	211	220
家家悦	190	209	230	238	220
锦江麦德龙	175	189	191	193	213

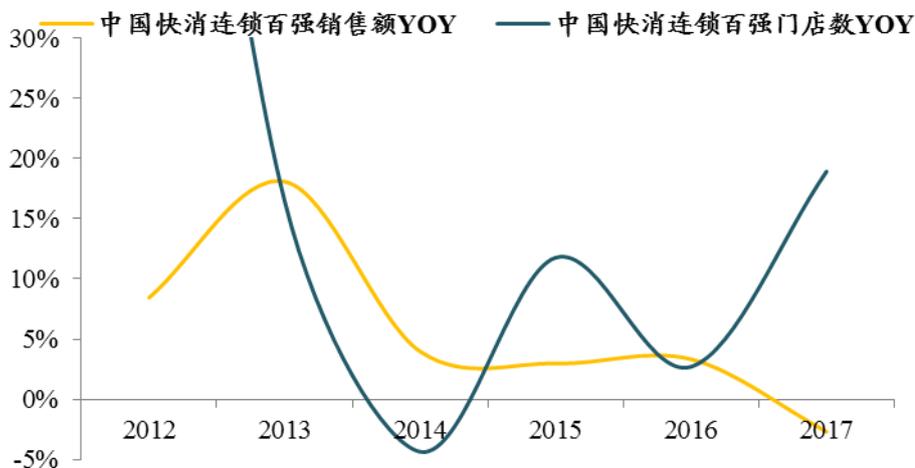
数据来源：CCFA，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、中国快消连锁百强前 10 企业门店数量

	2013	2014	2015	2016	2017
华润万家	4637	4127	3397	3224	3162
高鑫零售	323	372	409	446	461
沃尔玛(中国)	407	411	432	439	441
永辉超市	292	337	394	487	806
联华超市	4600	4325	3912	3648	3451
家乐福(中国)	236	237	234	319	321
物美	547	565	552	566	752
中百仓储超市	262	256	248	184	174
家家悦	601	608	623	644	534
锦江麦德龙	75	81	82	87	92

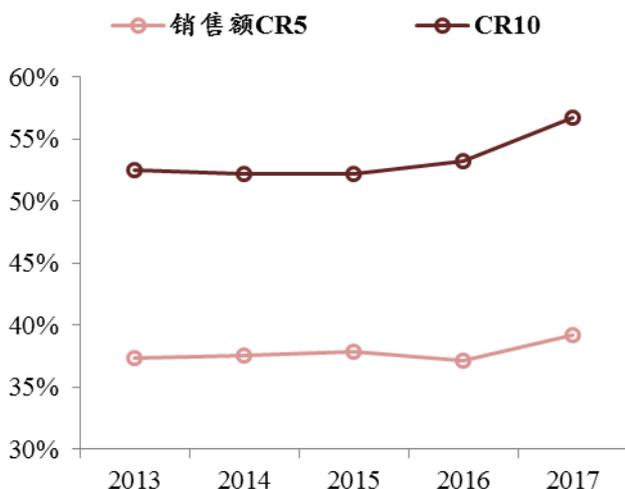
数据来源：CCFA，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、中国快消连锁百强整体销售额、门店数同比 YOY



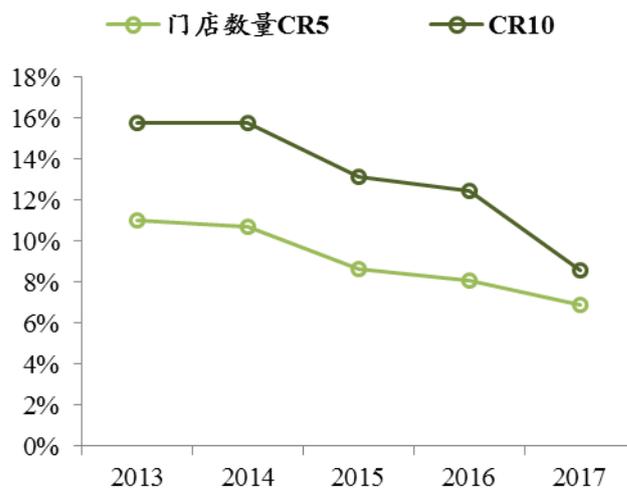
数据来源：CCFA，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、中国快消连锁百强中销售额 CR5\CR10 趋势%



数据来源：CCFA，兴业证券经济与金融研究院整理

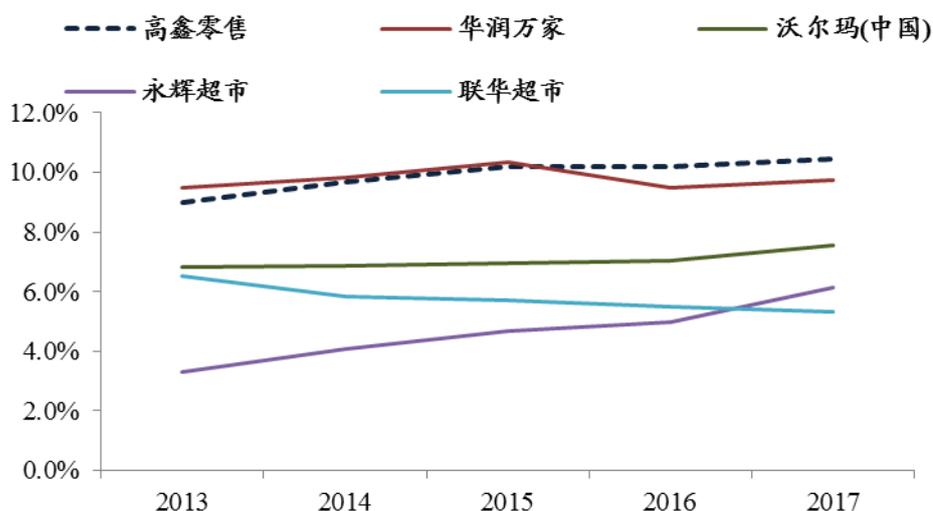
图 18、中国快消连锁百强中门店数 CR5\CR10 趋势%



数据来源：CCFA，兴业证券经济与金融研究院整理

作为中国最大的超市零售企业，高鑫零售市场份额不断扩张。我们测算超市业前五大企业高鑫零售\华润万家\沃尔玛中国\永辉超市\联华超市近 5 年在快消连锁百强中市场份额变动分别为+1.4pct\+0.3pct\+0.7pct\+2.8pct\ -1.2pct。实体零售面临行业性变革，一些小型商超门店乃至中大型连锁超市门店数量收缩甚至出现关店潮。高鑫零售龙头地位稳固，门店数量、面积，销售额规模有序增加，市场份额于弱势市场获得稳步提升。而销售额规模排名居前的华润万家、联华超市、家乐福中国等则市场份额有所下降。

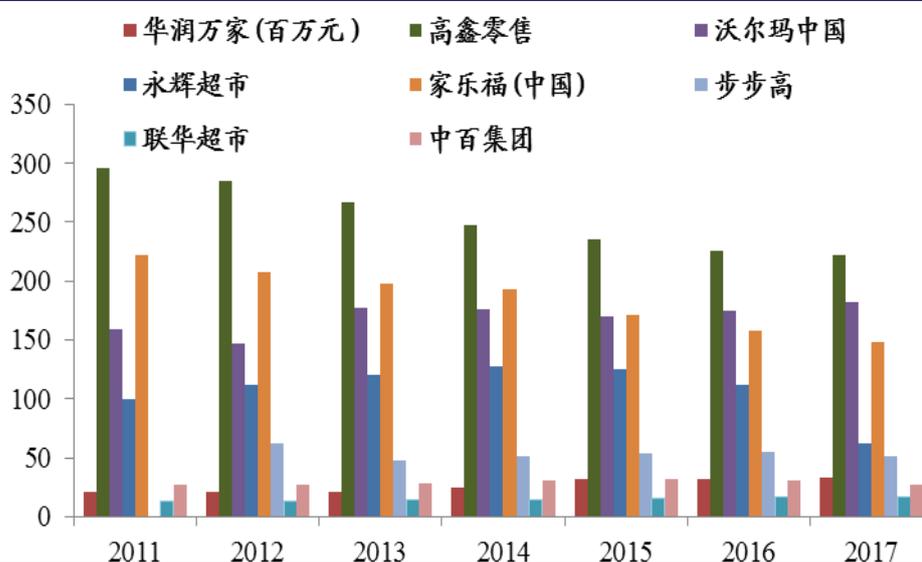
图 19、中国快消连锁百强 CR5 市场份额变动%



数据来源：CCFA，兴业证券经济与金融研究院整理

高鑫零售平均单店销售额、单店面积均远高于同业。较高的单店销售及面积对管理半径、成本提出更高要求，尽管市场低迷，高鑫零售仍保持稳健扩张，市占率上行，充分表明公司优异的市场运营效率及供应链管控能力。

图 20、重点超市零售企业平均单店销售额（百万元）



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

三、高鑫深化改革，拥抱新零售

3.1 同店增长引擎——数字化改造+优化商品结构

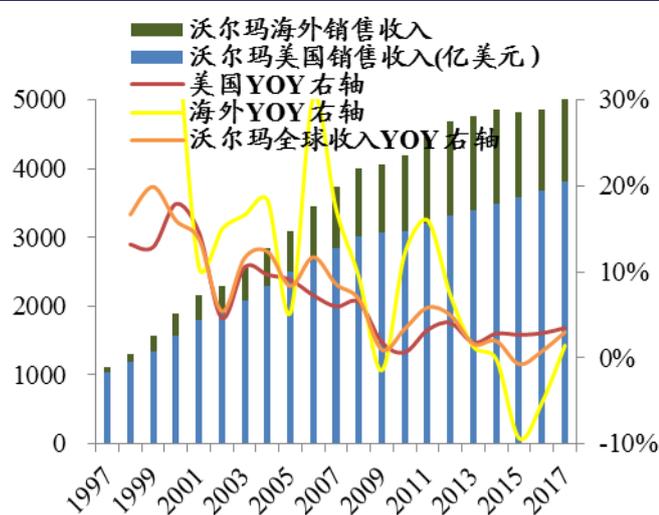
零售企业收入规模成长受门店扩张及同店增长双轮驱动。门店扩张反映公司渠道复制、渠道下沉的能力，同店增长更多考验门店经营管理体制能力、商品组合聚

客能力、消费服务体验等软指标。

中国零售企业正由此前的外延扩张阶段逐步步入以同店、坪效提升为主要战略目标的内生性增长阶段。我们首先将从海外零售业巨头沃尔玛的成功经验探索我国超市零售龙头高鑫零售的未来成长路径。

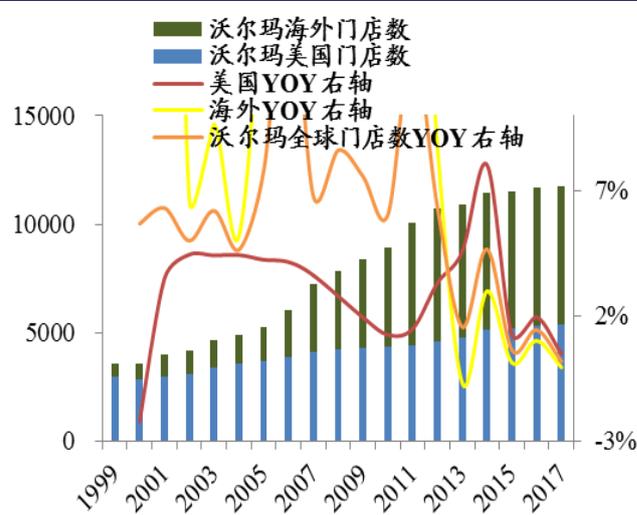
从全球零售巨头沃尔玛的发展历程来看，沃尔玛全球销售收入增长与其美国销售增长的相关度更高，沃尔玛全球门店数量增长与海外门店数量增长的相关性更高。沃尔玛美国门店在全球总门店数占比近 50%，却占据近 80% 沃尔玛全球零售收入，得益于沃尔玛美国市场较高的同店销售额及坪效。

图 21、沃尔玛美国、海外销售收入拆分及增速



数据来源：bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理；沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

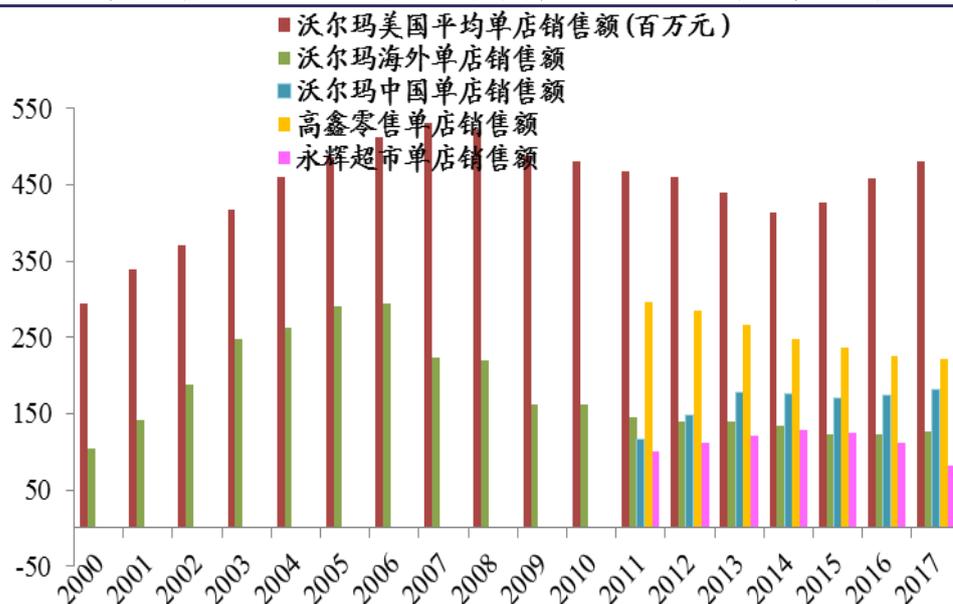
图 22、沃尔玛美国、海外门店数拆分及增速



数据来源：bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理；沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

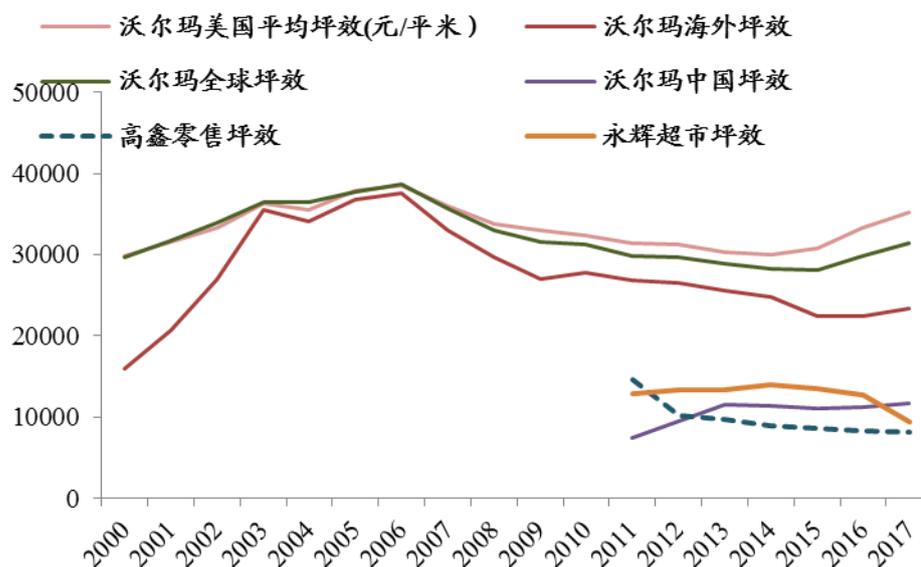
沃尔玛全球平均单店销售额较显著高于沃尔玛海外及国内超市零售龙头高鑫零售、永辉超市等，2017 年沃尔玛美国平均单店销售额达到 70 亿美元。我们拆分测算，在平均单店面积未明显高于行业其他零售企业的情况下，沃尔玛美国市场坪效首屈一指，展现巨头实力。2017 年沃尔玛美国平均坪效达到 5221 美元，约合人民币 35000 元。中国超市零售业龙头包括沃尔玛中国坪效约为 10000-20000 元左右。

图 23、高鑫零售、沃尔玛全球\美国\海外\中国、永辉超市平均单店销售额



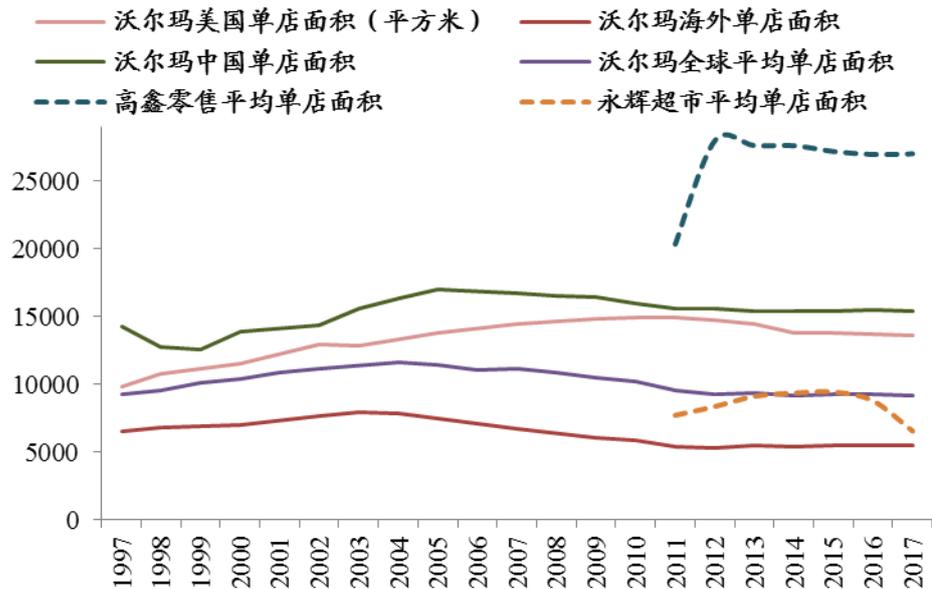
数据来源: bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 美元按当年平均汇率换算人民币; 沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

图 24、高鑫零售、沃尔玛全球\美国\海外\中国、永辉超市平均坪效



数据来源: bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 美元按当年平均汇率换算人民币; 沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

图 25、高鑫零售、沃尔玛全球\美国\海外\中国、永辉超市平均单店面积



数据来源：bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理；沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

我们通过对高鑫零售、沃尔玛（全球）、永辉超市经营数据进行详细拆分，探究沃尔玛高单店零售额的驱动因素，以预测中国超市零售龙头的未来发展方向：

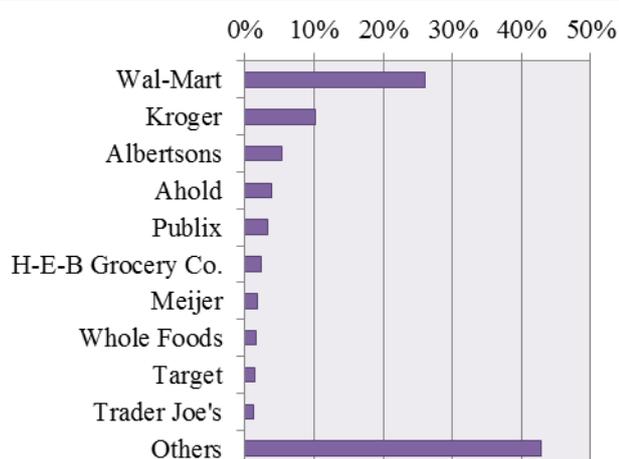
- 1、**高鑫零售日均客流量水平显著超越沃尔玛全球**，约已接近沃尔玛（美国）的客流量水平，得益于公司优秀的门店选址能力、品牌聚客效应、较高的单店面积、中国较高的人口密度等多层面因素。在单位面积日均客流量方面，高鑫零售低于沃尔玛美国及永辉超市，仍有成长空间，公司数字化 O2O 门店改造及多渠道的外延扩张战略均围绕流量层面而展开。借鉴沃尔玛电商开拓的成功经验，我们认为高鑫零售的 O2O 改造将对同店增长发挥积极提振效用（后文详细分析）。
- 2、沃尔玛全球的平均客单价是高鑫零售等国内龙头的 2 倍左右，沃尔玛美国的平均客单价则更高。原因之一为美国、欧洲地区更高的人均消费水平，原因之二为沃尔玛更高的 SKU 数量，沃尔玛线下门店 SKU 数量约可达到 10 万个以上，这也是高鑫零售致力于改革优化的方向之一，精细商品、拓展品类，为顾客提供更加全方位、一站式的极致购物体验。
- 3、沃尔玛在美国本土生鲜食品杂货零售市场占有率高达 26%，较同业具有绝对议价力及品牌影响力，这也是其能获得更高供应链及流量优势的重要原因。中国居民高密度的居住方式、较小的购物半径、较高的购买频次、较低的汽车普及率使得区域性超市卖场具有生存空间，因此高鑫零售作为中国超市龙头在中国的零售业竞争环境下要获取类似沃尔玛美国市场的高份额难度更大。

表 3、沃尔玛、高鑫零售、永辉超市运营数据对比测算分析(2017)

	高鑫零售	沃尔玛(全球)	永辉超市
销售收入	1023 亿元	5003 亿美元	586 亿元
门店数量	461	11718	806
单店平均收入/年(百万 RMB)	222	288	73
坪效(RMB)	约 10000-20000	约 30000	约 10000-20000
单店面积(平方米)	27028	13604	6551
日均客流量/日(万单)	6082	3857	2857
单位面积日均客流量/日/平方米(单)	2250	2835	4361
平均客单价(RMB 元/单)(估测)	100	205	70
SKU 数量(估测)	50000	100000	

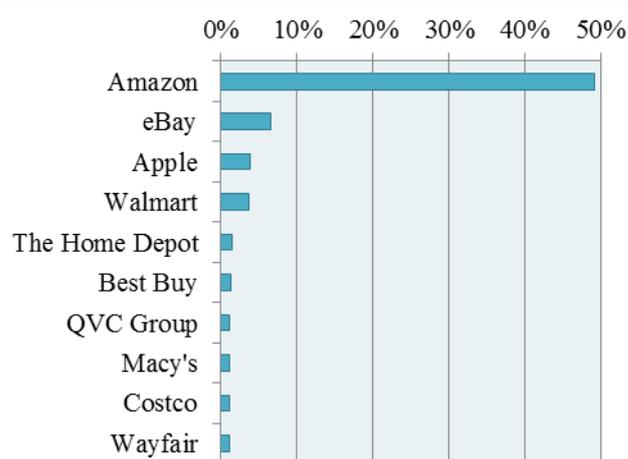
数据来源: CCFA, 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 销售规模(或营业收入)口径, 包括线上及线下含税销售额, 门店范围包括直营店、加盟店等; 沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

图 26、美国生鲜食品杂货零售企业市场份额



数据来源: statista, 兴业证券经济与金融研究院整理

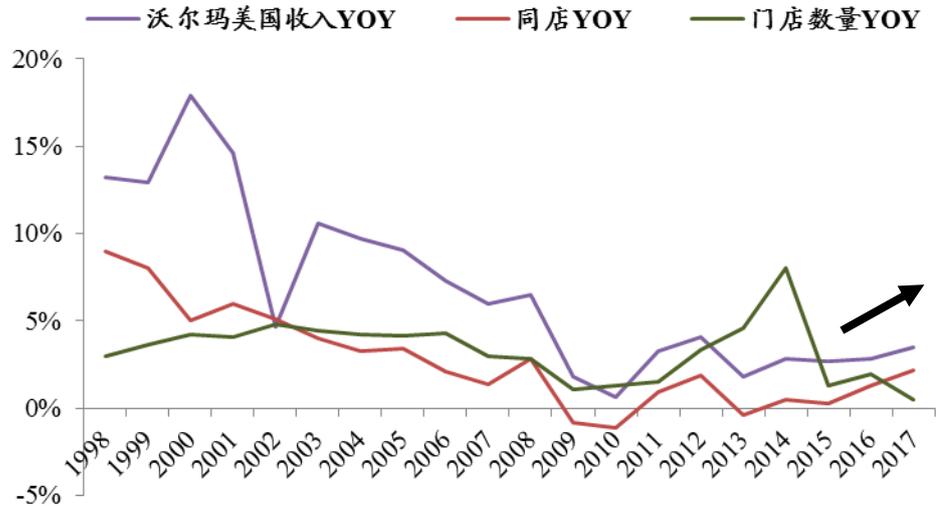
图 27、美国电商零售 TOP 10 市场份额



数据来源: emarketer, 兴业证券经济与金融研究院整理

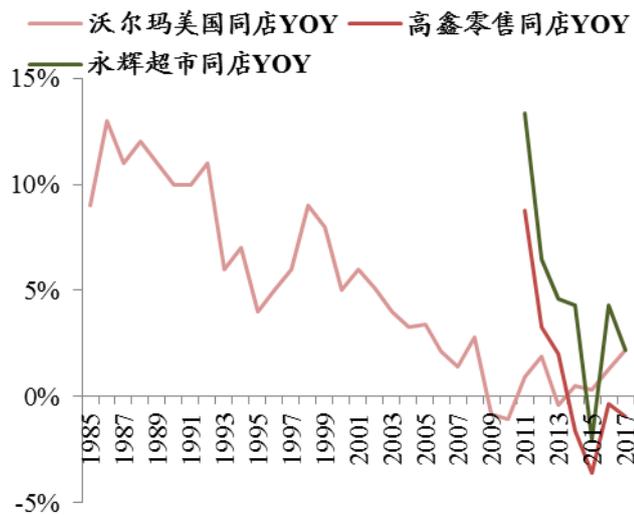
由沃尔玛近两年的发展趋势中我们观察到门店数量增长对收入增长贡献不断减弱, 同店增长驱动力增强, 成为增长趋势的主导。在沃尔玛全球门店布局进入尾声及较低迷的消费市场环境下, O2O 及电商战略地位升级对同店销售持续扩张起到至关重要的作用。

图 28、沃尔玛收入同比增速及拆分同店、门店数量同比增速



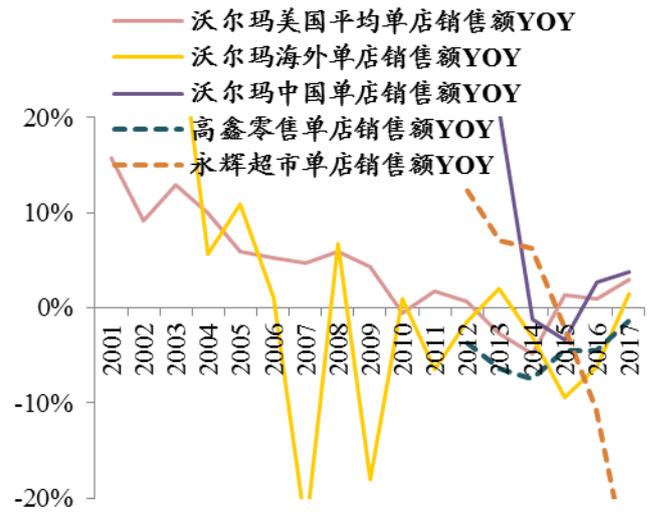
数据来源: bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理; 沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

图 29、高鑫零售、沃尔玛美国、永辉超市同店 YOY



数据来源: bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理; 沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

图 30、高鑫零售、沃尔玛美国\海外\中国、永辉超市平均单店销售额 YOY



数据来源: bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理; 沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

2000 年沃尔玛就已开始发力电商, 电商平台 walmart.com、网上商城 samsclub.com 相继上线。2007 年 walmart.com 率先推出 site to store 服务, 消费者在网上订购商品、付款, 在最近的沃尔玛商店取货。**2011 年, 沃尔玛首次将全球电商提升到战略高度, 加大对电商基础设施的投入。2016 年 9 月, 沃尔玛 30 亿美元收购 Jet.com, 被认为是沃尔玛大规模投入电商业务的标志, 与亚马逊开始正面竞争, 沃尔玛电商收入和 GMV 开始飞速增长。**

表 4、沃尔玛电商发展历程

年份	事件	公司表现
2000	walmart.com、samsclub.com 上线	
2002	在线业务成熟，能够在线提供购物、订单查询与跟踪、退换货、特惠信息等	
2003	商品品类上，不销售 5 美元以下的商品，但开始销售实体店没有的产品，如床垫等	
2007	率先推出 site to store 服务，消费者在网上订购商品、付款，在最近的沃尔玛商店取货；上线评价系统，增强互动。	该服务推出 4 个月后，就占了沃尔玛网络销售的 1/3；据 Internet Retailer 报道，20% 的客户在门店自提商品时，会在实体门店购买至少 60 美元的商品
2009	新增美容产品、尿布、非处方药等个护产品，SKU 超 150 万（同期普通门店只有 10 万 SKU）。	网站流量超过十亿；通过 site to store 和 pick up today 带来了超过 15% 的人流增长
2010	成立全球电子商务总部	
2011	首次将全球电商提升到战略目标	沃尔玛在线销售额从 2005 年的 16 亿美元上升到 2011 年的 40 亿美元
2016	收购电子商务创新公司 Jet.com，与京东达成战略合作	沃尔玛大规模投入电商业务的标志，与亚马逊开始正面竞争
2018	公司名称由 Wal-Mart Stores 改为 Walmart Inc.，收购 Flipkart	特意去掉 stores（“商店”）一词，昭示了沃尔玛从传统商店转型成为更全面、覆盖在线销售的零售商

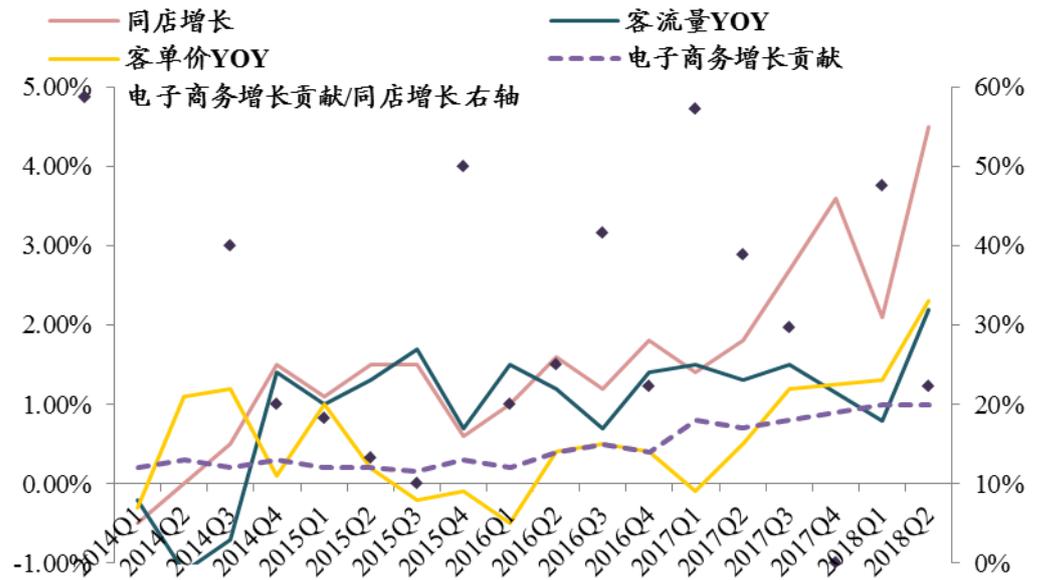
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

沃尔玛单季同店增长、客流量、客单价及电子商务贡献的增长拆分中我们看到 2017Q2 开始同店增速显著上行，且由此前客流量驱动步入客单价驱动，一定程度显示经济增长及居民消费的回升。

电子商务，包括线上及 O2O 对同店增长的贡献日益显著，2018 年 Q2 对同店同比增长贡献达到 1%，近年平均贡献率达到 30% 左右，是沃尔玛整体同店增长的主要驱动因素之一。

据沃尔玛数据调研显示，在商店购物并成为电子商务的顾客总体支出是原来的 2 倍。2017 年沃尔玛在美国 1100 门店提供生鲜 O2O 配送服务，预计 2018 年将再增加 1000 个 O2O 网点。中国地区沃尔玛与京东合作，于 160 家门店提供生鲜商品的 1 小时内配送服务。借鉴沃尔玛，我们非常看好生鲜 O2O 对高鑫零售的同店提升效益。

图 31、沃尔玛单季同店、客流量、客单价、电子商务 YOY 电子商务贡献率



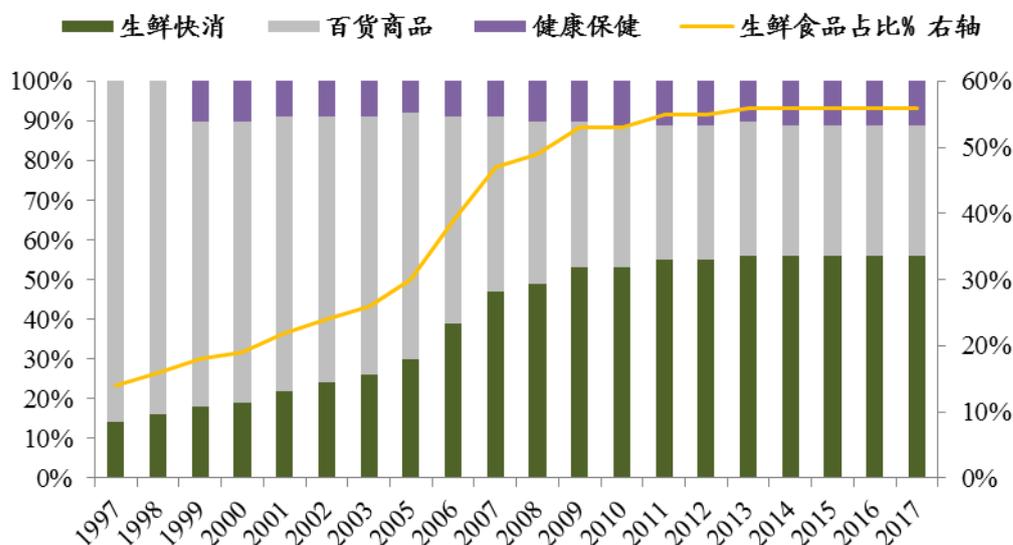
数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理；沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

我们看好高鑫零售提升同店增长的两方面重要举措及二者的协同：

- 同店优化改造，包括商品组合、营销宣传、货架排列、导购服务等各项指标；
- 拥抱“新零售”，注入新流量，O2O 线上线下引流，带来流量“质变”
- “生鲜”引流品类拓展联动，精选商品组合

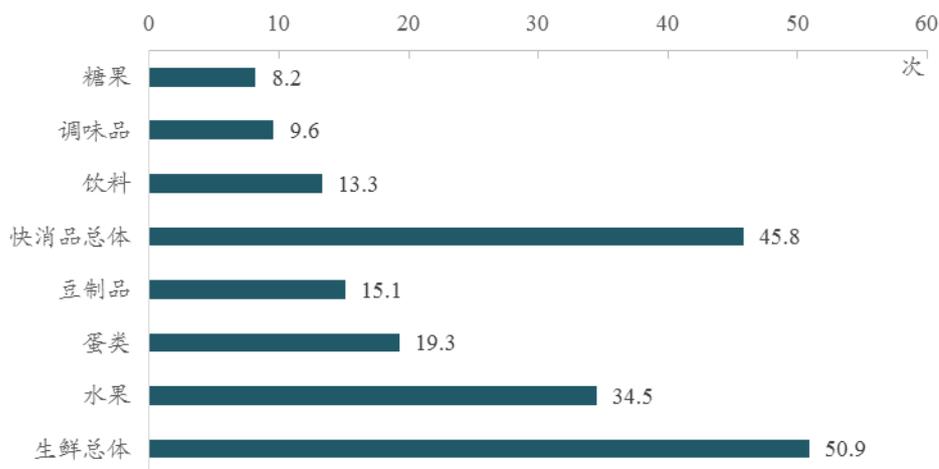
生鲜品类新鲜保值、易损耗、不易运输存放的特点决定了其较难为线上渠道所替代，在各类食品快消品类别中购买频次最高，可达到平均每周一一次的购买频率，因此生鲜产品虽然毛利率较低，但对超市零售企业来说却具有较为显著的聚客效益。沃尔玛商品构成发展历程中生鲜食品杂货占比持续上升，由 20% 增至近 60%。

图 32、沃尔玛商品构成及生鲜食品杂货占比趋势



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理；沃尔玛数据重新按实际对应年份整理

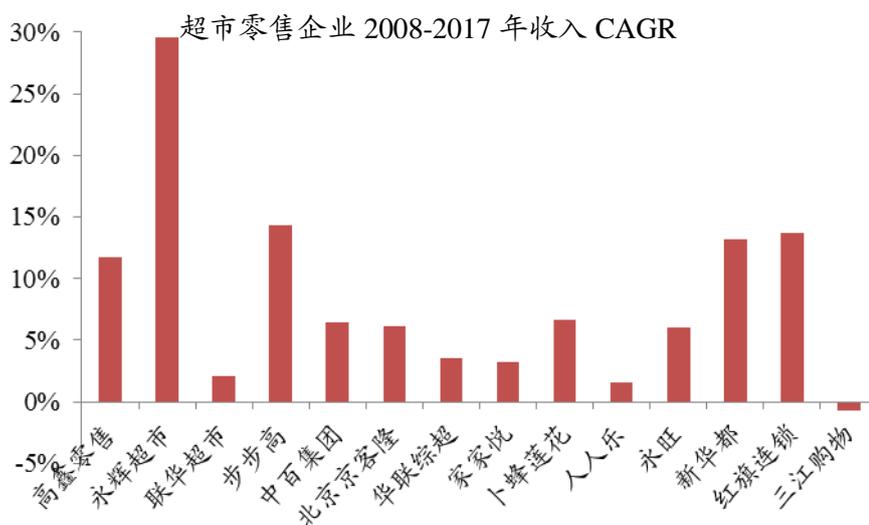
图 33、生鲜食品快消品购买频次



数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

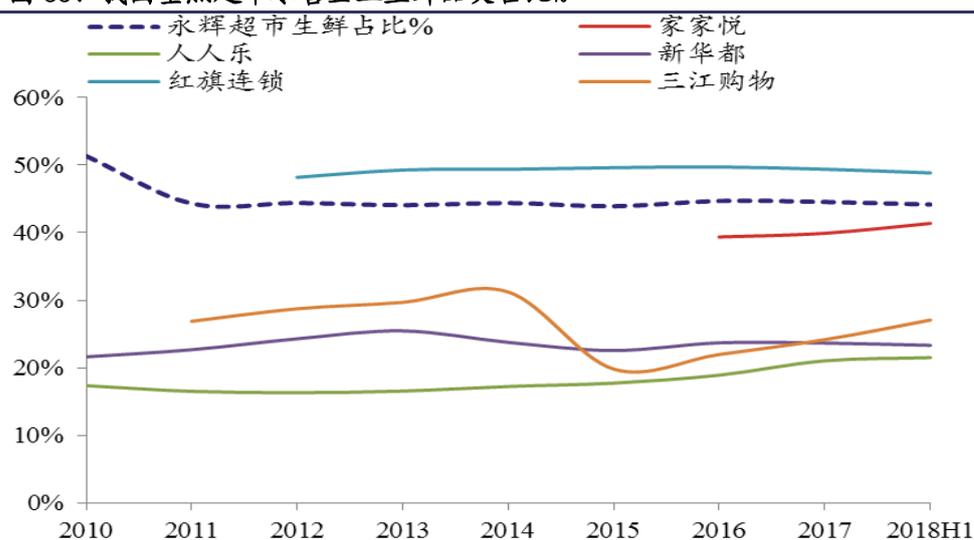
生鲜规模及运营管理效率与我国近年实体零售超市的规模扩张具有较强相关性，如永辉超市、高鑫零售、家家悦、红旗连锁等生鲜品类占比高的企业收入规模也获得较快增长。

图 34、我国超市零售企业 2008-2017 年收入 CAGR



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、我国重点超市零售企业生鲜品类占比%



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我们估测目前高鑫零售商品类别中生鲜占比达 30% 以上，未来生鲜 SKU 数量及品类份额将不断趋势上升。同时公司参与阿里供应链价值分享，精选商品组合，打造“生活方式”全品类：

- 高鑫零售与盒马生鲜协同合作，推出日日鲜、帝皇鲜等，丰富生鲜 SKU，同时生鲜、烘焙、熟食等品类联合采购。
- 公司与苏宁合作拓展电子消费品领域，截至目前所有大润发门店已基本完成改造，设立电子产品专区。合作层次包括供应链、系统、数据服务等各个方面。电子市场竞争激烈，强强联手将最大化品牌效益，把握需求趋向，提升高鑫零售于家电品类的市场竞争力。
- “淘宝心选”以“生活家”为定位，提供高性价比、实用性强、设计精美的

生活家居用品。“淘宝心选”60%的消费者为女性，实用性与设计元素的结合正符合25-35岁具有较强购买力的现代女性消费者的生活审美及情调追求。未来“淘宝心选”将继续拓展生活家居领域，并加入更多高性价比的自有品牌生活用品，高鑫零售也将成为传统大卖场向生活时尚试水延伸的先行者。

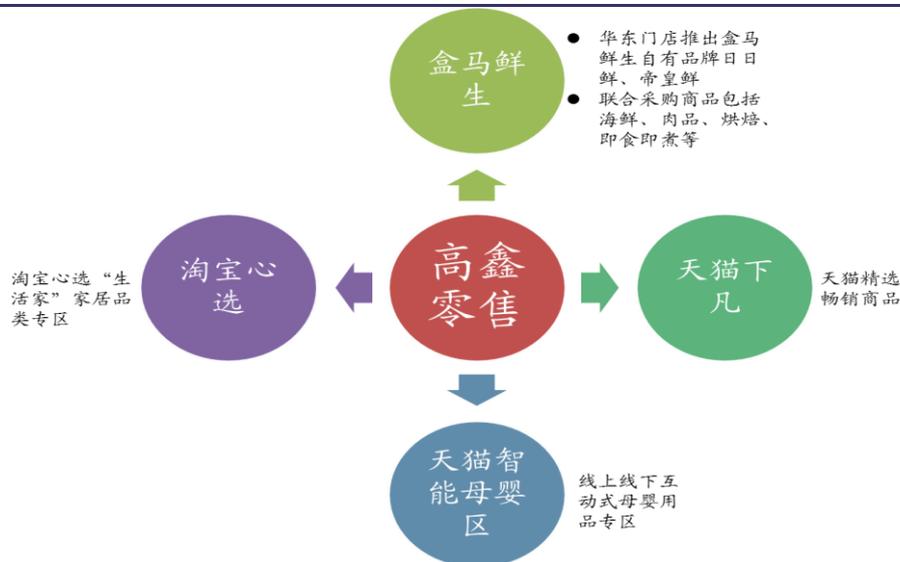
- “天猫下凡”“天猫智能母婴专区”精选畅销品类，提升高附加值、高盈利商品占比，SKU高质量增长。

图 36、淘宝心选\高鑫零售与苏宁易购合作



数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、高鑫零售、阿里供应链分享



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 王牌线上流量，高效门店、供应链体系筑壁垒

高鑫零售以生鲜作为“拳头”产品，“自下而上”O2O战略相较单一线上销售具有显著优势：实体零售超市具有得天独厚的优势，纯电商平台没有密集的网点覆

盖及高效供应链管理，无法满足生鲜品类新鲜保值、短途运输的要求。高鑫零售以强大网点辐射及供应链体系为依托，激活线上购物群体的生鲜采购需求，同时联带其他快消日用品的线上流量爆发，我们预期将给门店带来显著流水增量，提振同店销售增长。

淘鲜达数字化改造项目预期年底实现全覆盖：门店数字化改造是公司“淘鲜达”提高一小时内配送服务，3公里半径范围内辐射周边社区。“淘鲜达”提供包括生鲜、快消品、生活用品等在内约 10000 个 SKU，其中生鲜商品占比约 55-60%。

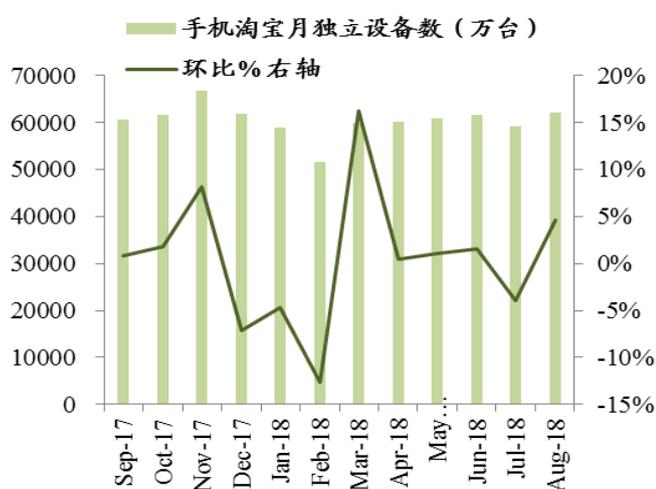
“淘鲜达”客户构成中女性消费者占比约 70%，20-30 岁年龄段占比 40%。年轻客户群体一直是线上消费的主力，数字化门店改造通过 O2O 线上线下联动，客户群覆盖面扩大同时增强客户粘性；且根据沃尔玛经验，新增 O2O 客户消费金额 2 倍于原来线下消费金额。以淘宝强大的流量客户资源为平台，我们预计公司 O2O 数字改造项目逐步达到效益或将很大程度提振线上销售增长及份额。

图 38、淘鲜达 APP 入口



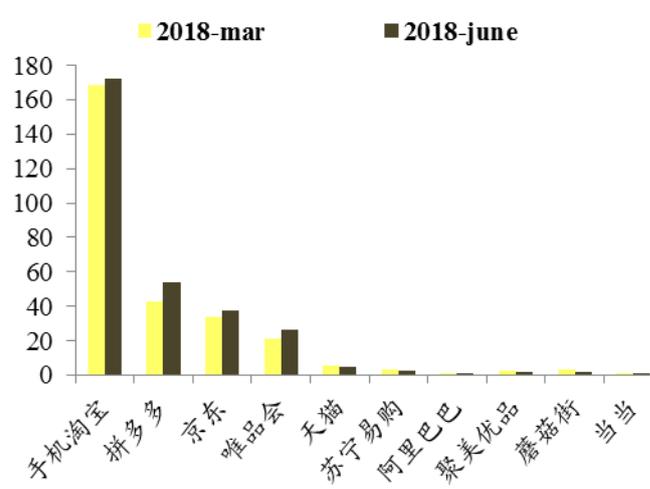
数据来源：网络资料、兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、手机淘宝月独立设备数及环比增速



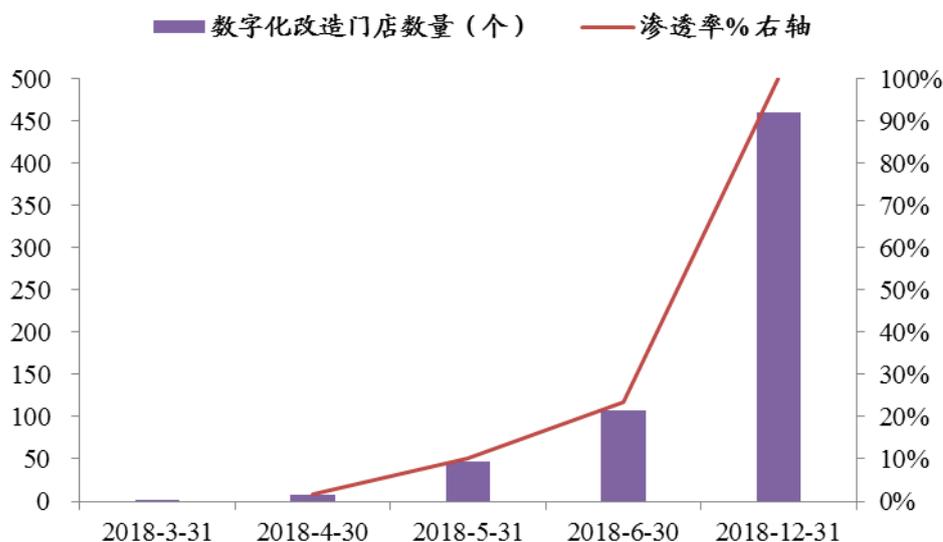
数据来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、2018 年 3、6 月综合电商 APP DAU 均值



数据来源：极光大数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、高鑫零售数字化门店改造数量及渗透率



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

参考盒马生鲜核心运营数据指标，我们预期高鑫零售与阿里、盒马生鲜深度合作后将获得庞大数据流量资源，大幅扩增传统线下门店的客流量水平。盒马鲜生截止 2018 年 7 月底拥有 64 家门店，覆盖 14 个城市，服务超过 1000 万消费者，以此测算平均单个门店覆盖消费者数量可以达到 10 万人以上。盒马鲜生成熟门店单店日均销售额超过 80 万元，成熟店单店坪效高达 5 万以上，其中线上销售额比例 60%，引流效果十分显著。

表 5、盒马鲜生核心运营指标

门店数量	64
覆盖城市数量	14
服务消费者数量	1000 万+
成熟店单店日均销售额	RMB 80 万+
成熟店单店坪效	RMB 5 万+
成熟店线上销售额占比	60%

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我们对高鑫零售 O2O 数字化门店改造对同店增长的提振进行了场景估算：

假设一：以 2017 年平均实体店单店收入 222 百万元为基准，假设平均线下客单价为 70 元/单，我们测算平均单店每日订单数量为 8689 单，门店 O2O 改造初期，线上订单客单价低于线下，我们模拟测算 O2O 线上订单客单价分别为 50 元、60 元情况下线上订单增量对同店增长的带动贡献。

假设二：我们以月活客户数量衡量 APP 客户基础，假设三种不同场景下平均单个门店线上平均 MAU 分别为 1 万人、1.5 万人、2 万人，我们预测随着线上客户的不断积累，会员客户还有很大增长空间，盒马鲜生单个门店活跃用户数可达到 10 万人左右。此外覆盖人口数量也为门店所处地域及周边人口密集程度决定。

假设三：假设活跃客户平均 1 个月进行 1 次线上购买，则客户日购买率约为 3%。我们认为随着 APP 成熟活跃客户的增加，客户平均购买频次将持续增长。若活跃客户平均 1 个月进行 3 次线上购买，则客户日购买率即上升为 10%。

我们在以上假设基础上对线上导流订单数量、O2O 对订单数量增长贡献、线上订单占比及对同店增长贡献进行预测测算。**较理想状况下，门店 O2O 改造初期，累积活跃客户数量达到 1-2 万人左右，若 O2O 数字化门店改造达到预期效益，我们预计对公司同店约有 3%-5% 的增长贡献。**

表 6、O2O 数字化门店改造对同店增长提振-假设线上客单价 50 元/客单

	场景一	场景二	场景三
平均实体店单店收入(百万元)	222	222	222
线下平均客单价(元)	70	70	70
平均单店订单数量/日	8689	8689	8689
平均单店客户基础-月活客户数 MAU (万人)	1	1.5	2
APP 客户日购买率	3%	3%	3%
线上导流订单数量/日	300	450	600
O2O 对订单数量增长贡献	3.5%	5.2%	6.9%
线上订单占比%	3.3%	4.9%	6.5%
线上平均客单价(元)	50	50	50
O2O 对同店增长贡献	2.5%	3.7%	4.9%

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、O2O 数字化门店改造对同店增长提振-假设线上客单价 60 元/客单

	场景一	场景二	场景三
平均实体店单店收入(百万元)	222	222	222
线下平均客单价(元)	70	70	70
平均单店订单数量/日	8689	8689	8689
平均单店客户基础-月活客户数 MAU (万人)	1	1.5	2
APP 客户日购买率	3%	3%	3%
线上导流订单数量/日	300	450	600
O2O 对订单数量增长贡献	3.5%	5.2%	6.9%
线上订单占比%	3.3%	4.9%	6.5%
线上平均客单价(元)	60	60	60
O2O 对同店增长贡献	3%	4.4%	5.9%

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我们对实体门店及线上引流的客单收入、成本费用结构、客单盈利进行了模拟测算。由于两种渠道共享采购通路及供应链管理，我们预测毛利率水平基本相当，成本费用结构则有所不同。相较传统线下，自动化改造后的 O2O 新零售渠道模式人工成本、经营租赁及折旧摊销等成本费用更低，但需满足 3 公里 1 小时配送的

消费体验，物流成本更高，我们认为物流配送也是影响未来线上流量扩张爆发的重要一环，此外线上引流需支付一定流量费用。我们预测测算，线上平均客单价达到 70 元左右可实现盈利。

表 8、实体门店与线上入口客单盈利测算-假设线上平均客单价 50、60、70 元

	实体店	线上情景一	线上情景二	线上情景三
平均客单价(元)	70	50	60	70
毛利率	22%	22%	22%	22%
毛利(元)	15.4	11	13.2	15.4
人工成本	5	2	2	2
物流成本		7	7	7
经营租约开支	2	0.5	0.5	0.5
线上流量费用		2	2	2
折旧摊销	2	1.5	1.5	1.5
其他运营成本	2			
管理费用	2			
所得税	1	-0.9	-0.3	0.4
净利润	1.4	-2.1	-0.5	1
净利率	2%			1.4%

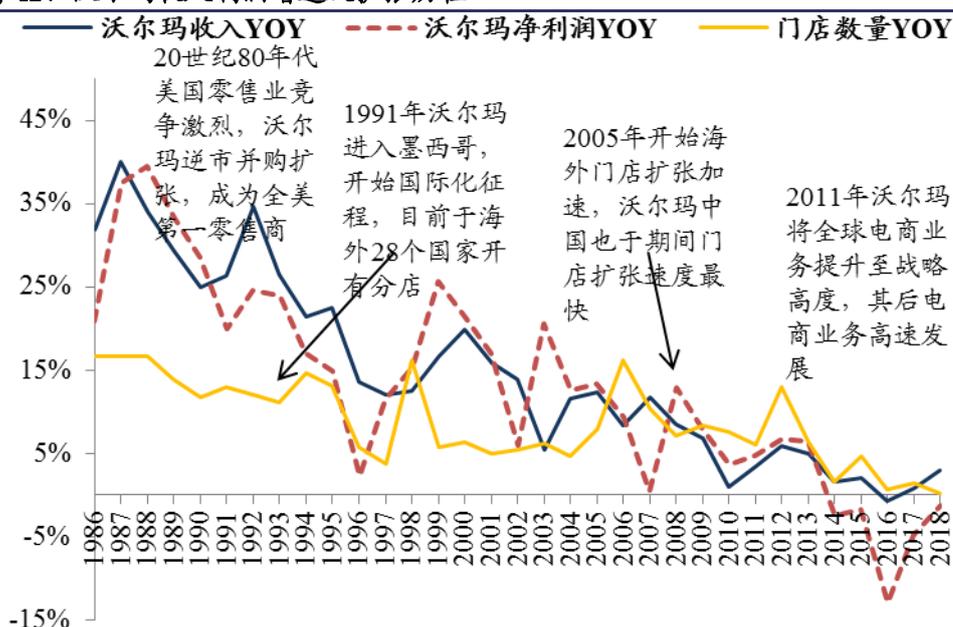
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 外延扩张策略——分层级、多业态、全渠道

外延扩张是零售企业由区域企业蜕变为全国龙头甚至全球龙头的必经之路，比对欧美发达国家经验，我国零售企业外延扩张模式具有相同点也有显著特色。我们看好高鑫零售大中型门店分层级扩张及多业态全渠道的外延策略。

参考巨头发展史，沃尔玛自 1945 年于阿肯色州小镇开设第一家分店起，区域扩张、全美扩张及全球扩张的脚步从未停歇。1991 年进入墨西哥开始国际化征程，2005 年海外扩张加速，目前全球拥有门店数量近 12000 家，不断占领全球零售业市场份额。

图 42、沃尔玛收入利润增速及扩张历程



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理；

与美国分散的居民分布方式不同，我国高线城市人口流量密集，而低线城市流量红利持续减弱，同时较低的汽车普及率导致我国消费者购买半径偏小，因而沃尔玛“农村包围城市”的外延扩张战略在中国也遭遇瓶颈。

高鑫零售外延战略核心城市大型门店+次级区域中小型门店：高鑫零售单店面积较高，目前的门店选址以人口密度较大的核心区域为主，低线城市及农村市场是公司正在致力拓展的增量潜力市场。分层级、多业态、全渠道的布局策略便于满足多元化多层次的消费需求，收集零散的市场流量，以点及面构建渠道流量网络，挖掘品牌价值。

表 9、高鑫零售\永辉超市\沃尔玛中国分区域门店数量

	高鑫零售	永辉超市	沃尔玛中国
华东	190	288	77
华北	49	78	40
东北	50	17	29
华南	85	21	155
华中	75	31	72
华西	23	218	50
总计	472	653	423

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、高鑫零售（上海）门店分布核心区域较集中



数据来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、永辉超市（上海）门店分布



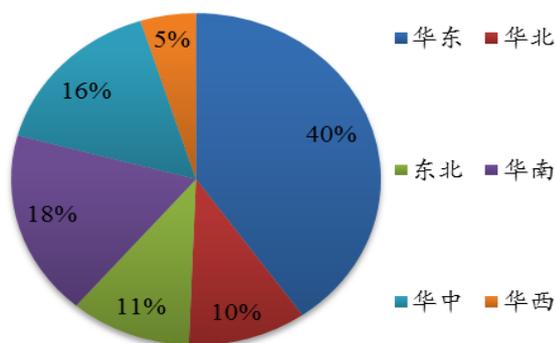
数据来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

预计大型门店新开增速放缓，增量门店以低线为主：截止 2018 年上半年，高鑫零售 472 家门店覆盖全国 6 个大区，200 多个城市。未来网点加密及空白城市覆盖将稳步推进，我们预期新增大型门店数量将有所放缓，且渠道进一步向低线城市下沉倾斜。一线城市门店数量份额下降，三四五线门店数量份额扩张。

看好“盒小马”外延战略着力点，消费升级打造品质生活：盒小马定位于四五线城市区域消费群体，主打生鲜、快消产品，规划以 500-3000 平方米小中型门店为主，为区域型市场提供优质商品供应、便利购物及升级服务。“盒小马”仍以生鲜作为主要商品品类，类比盒马生鲜，线上 O2O 流量或将超过传统线下流量获取。

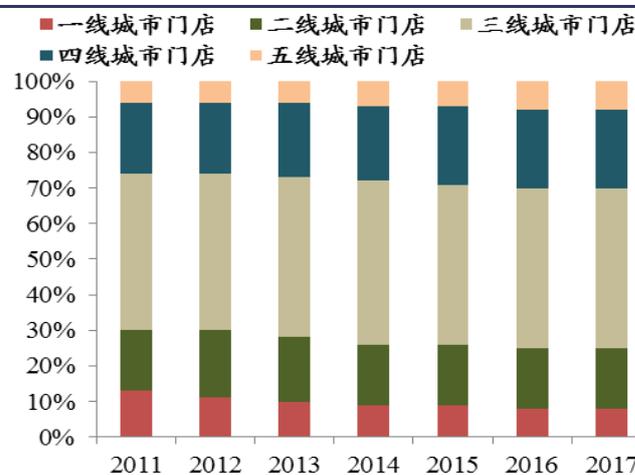
公司与阿里巴巴联手打造“盒小马”品牌，高鑫零售供应链管理能力和阿里巴巴流量技术优势互补，未来预期以加盟店模式轻资产运营，供应链、管理、流量、技术输出。我们认为“盒小马”将成为公司外延扩张及渠道下沉的主力，明年或开设约 50 家“盒小马”门店，模式运营成熟后门店数量或迅速扩张。

图 45、高鑫零售门店数量区域分布



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、高鑫零售各层级城市门店数量



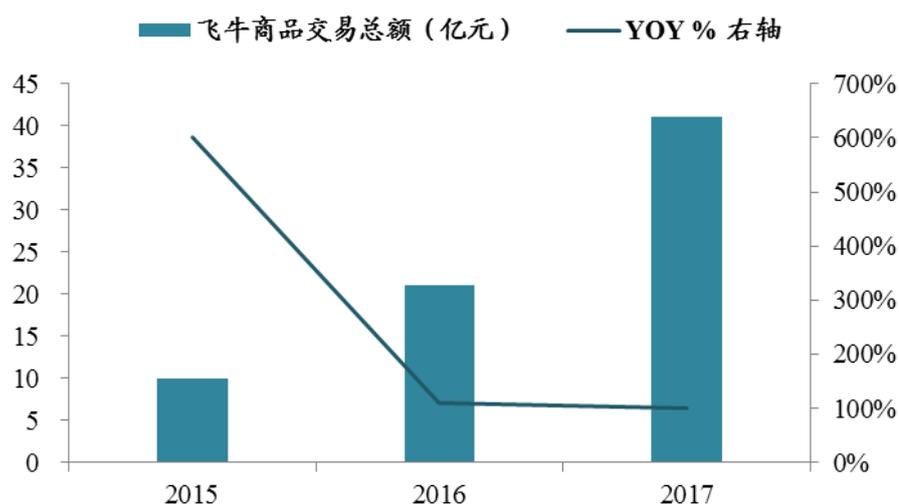
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

B2B 以飞牛网为依托迅猛发展，即将实现线下门店全覆盖：飞牛网自 2014 年运营以来快速增长，2017 年飞牛商品交易总额超过 41 亿元，同比延续翻倍，其中 B2B 业务销售占比约 60%，以飞牛网为依托，B2B 渠道得以迅速发展壮大：

- **B2B 营业额预期翻番，全面覆盖门店：**B2B 业务 2017 年开始全面运营，1 年时间内迅速拓展至所有大润发门店。今年上半年 B2B 营业额 25.5 亿元，已超去年全年总计，货品销售额占比 4%，欧尚门店也于 7 月完成全面覆盖。
- **注册会员成倍上升，客户群体广泛：**目前 B2B 业务注册会员人数约 40 万，较 2017 年的 20 万会员数量已经增长一倍，覆盖客户包括小杂货店、食堂餐厅、批发商、娱乐商圈等广泛商业群体。
- **期待与阿里供应链更密切合作：**B2B 业务提供 18000 个品相，其中快消品、生鲜食品占销售额 78%、19%。未来我们预期高鑫零售 B2B 业务或与阿里供应链体系展开更多密切合作，共享供应链优势，B2B 业务将成为高鑫零售多业态全渠道布局的重要一环。

图 47、飞牛商品交易总额及增速



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

欧尚一分钟力求极致便利，开创消费新场景：欧尚一分钟设置为占地 18 平方米的无人售货柜，覆盖周边 5 公里范围，贴近消费者，实现更广泛的消费场景。截止 2018 上半年已推出 270 个货柜，预计至年底增设至 500 个。每组售货柜提供近 500 个品相，主要涵盖饮品、零食、乳制品等。无人售货柜销售价格介于大卖场及周边便利店之间，较便利店具有价格优势，较大卖场毛利率更高，且运营管理成本较为低廉，预计可较快达到盈亏平衡。

探索高端超级市场、中型超市、美妆店业态：高鑫零售第一家高端超市 Hi!Auchan 2017 年销量及顾客人数均录得 30% 以上高增长，其中生鲜、快消品分别占总销量约 60%、30%。此外中型超市、面积 60-160 平米小型美妆店也在逐步探讨推进当中，期待为公司培育新市场、新流量。

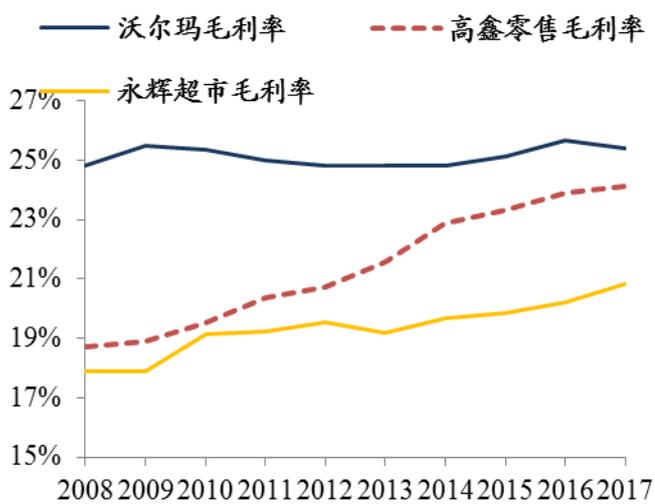
3.3 高盈利保障——强大供应链管理+挖掘精细化运营

借鉴海外，沃尔玛“天天平价”的背后是强大的供应链管控能力、全球信息化数据处理、自主物流送配体系带来的规模化效应和高效运营，使其毛利率维持在25%左右。

高鑫零售作为我国零售业龙头，近年通过构建纵深供应链网络、强化供应商甄选管理系统，提高联合采购比例及优化商品组合等各方面举措，毛利率显著上升至接近沃尔玛毛利率水平。在近年全球零售业需求端增速收窄的情况下销售管理成本刚性加剧零售企业的运营压力，高鑫零售开源节流、灵活调整，营业利润率基本维稳且呈现回升。

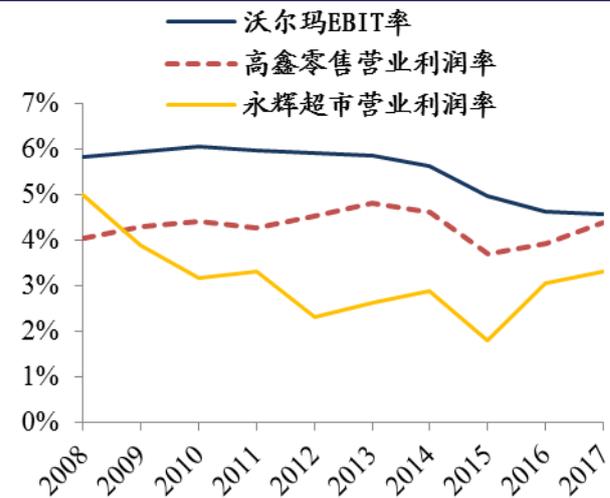
我国上市超市零售企业中高鑫零售盈利能力居首，毛利率、净利率水平均显著优于同业，高盈利是强大供应链集约管理及终端运营能力的体现。公司单店销售额在行业内遥遥领先，虽然因此门店管理难度加大（如存货周转周期较长等），但公司深度挖掘供应链集中采购规模效益，合理优化商品结构，保障高利润空间。

图 48、高鑫零售、沃尔玛、永辉超市毛利率



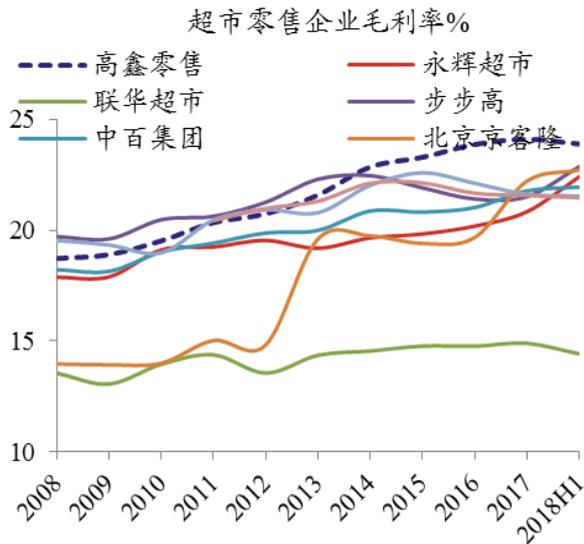
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、高鑫零售、沃尔玛、永辉超市 EBIT 利润率



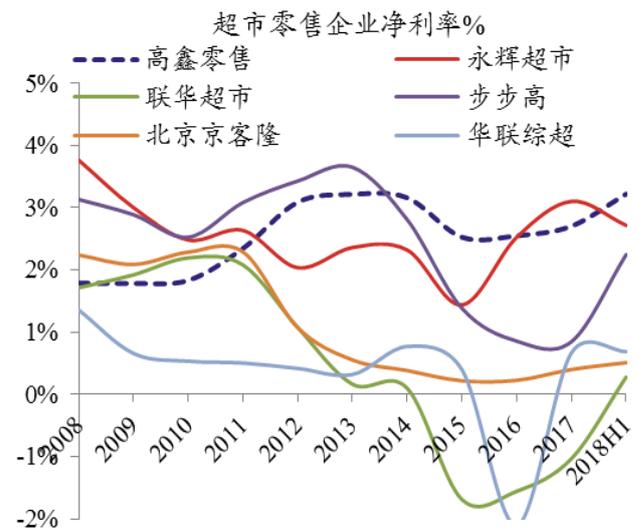
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、我国重点上市超市零售企业毛利率%



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

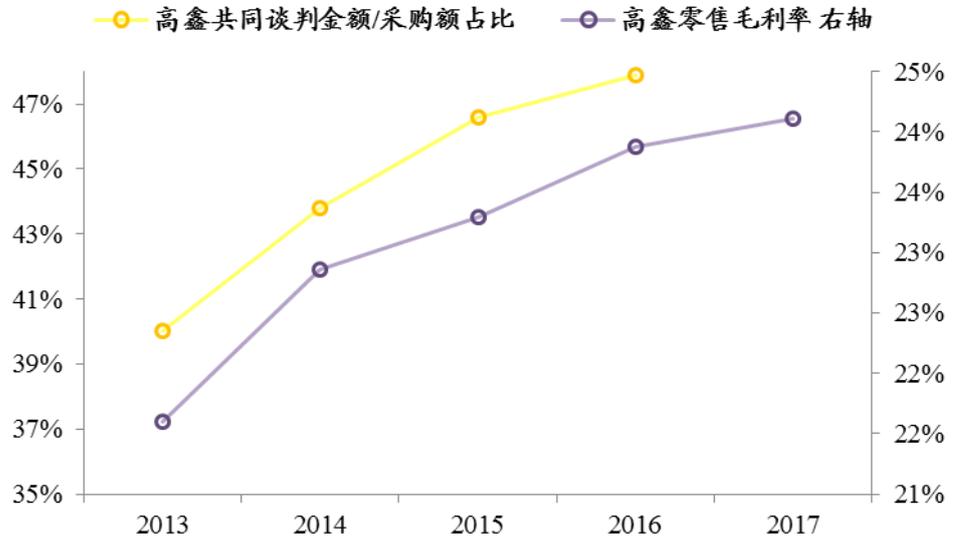
图 51、我国重点上市超市零售企业净利率%



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

随着高鑫零售共同谈判金额/采购金额比例上升，公司毛利率也表现出上行趋势。我们预期高鑫零售、阿里供应链价值分享将继续提振毛利率水平，带动流量、盈利效益。

图 52、高鑫零售共同谈判金额/采购金额比例及毛利率上行趋势



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

沃尔玛的高效供应链运营较我国零售企业优势显著，沃尔玛是最早使用信息化管理的零售企业，也是零售业中在信息化建设方面投资最大的企业。无缝对接的供应链、配送中心、运输系统及信息系统使沃尔玛的货架总能保持充盈，并能随时掌握到货时间，门店密集围绕配送中心开设，运输成本也低于竞争对手。1987年沃尔玛在美国建立完成了世界上最大的民用卫星通讯系统，甚至超过了电信巨头美国电报电话公司，实现了配送中心与供应商、运输体系和各个店面全面、有效

的连接。沃尔玛从下订单到货物到达各个店面的时间由以前的 30 天缩短到采用后的 2-3 天，大大提高了物流的速度和效益。

终端系统使沃尔玛随时掌握商品的经营情况，对门店库存商品的动态管理，商品存储量保持在合理的水平，减少不必要库存。**补货系统**使得沃尔玛能够掌握门店存货，在途商品，配送中心存货等，以便物流配送中心对零售店进行及时准确的补货，同时根据动态运营数据进行未来预测。

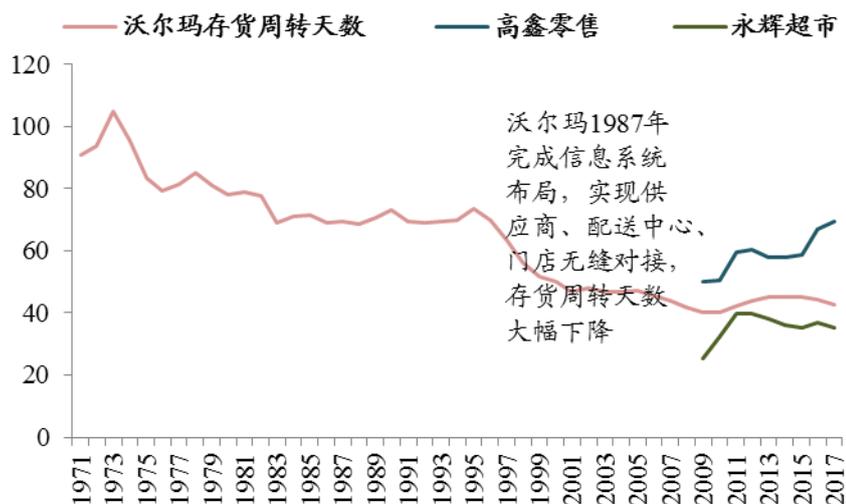
沃尔玛在信息自动化改造之前存货周转天数也处于较高水平，我们期待高鑫零售与阿里深度合作、门店信息化自动化改造后公司物流供应效率提升，存货周转天数下降。

表 10、沃尔玛门店效率指标

平均门店送货频率	门店平均到货时间	全球商品盘点时间
1 次/日	2-3 天	1 小时

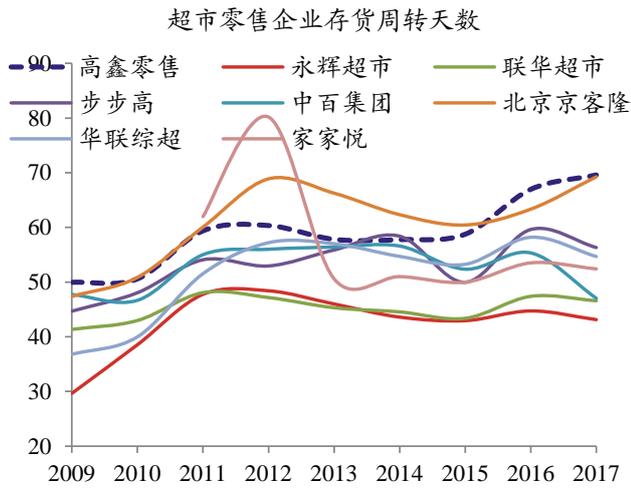
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、高鑫零售、沃尔玛、永辉超市存货周转天数



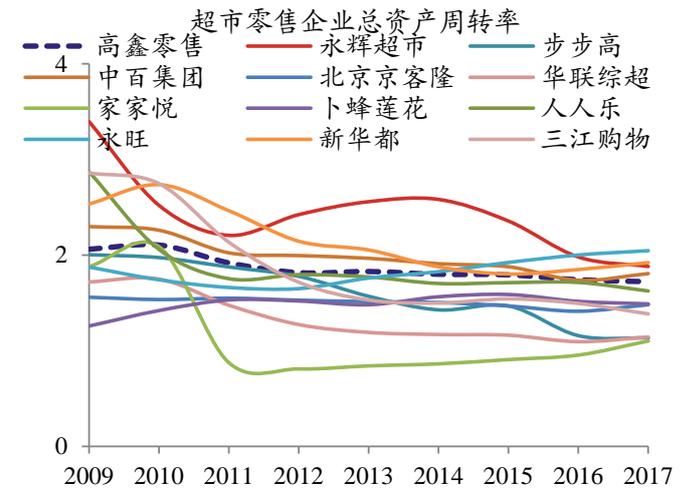
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、我国重点上市超市零售企业存货周转天数



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

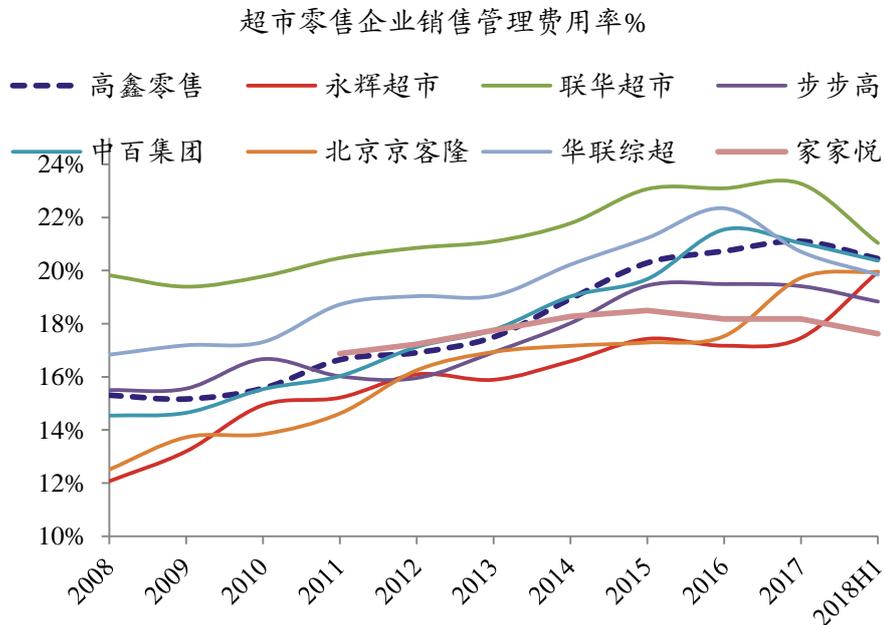
图 55、我国重点上市超市零售企业总资产周转率



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

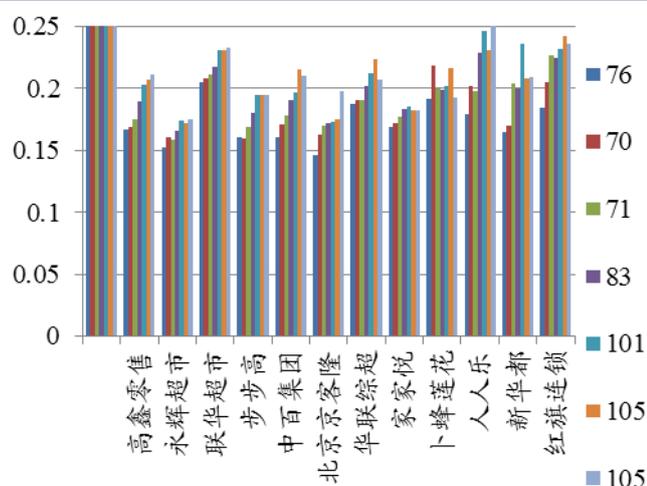
人工成本在超市零售企业销售管理费用中占据较大份额，因此员工管理体制和效能对超市零售运营能力产生较大影响。考虑到高鑫零售高于同业的销售额规模、单店收入、单店面积，其面临更大的管理运营半径，公司精细化终端门店管理，销售管理费用率、员工薪酬费用率处于行业内合理偏低水平，为公司高盈利性的另一重要保障。

图 56、我国重点上市零售企业销售管理费用率%



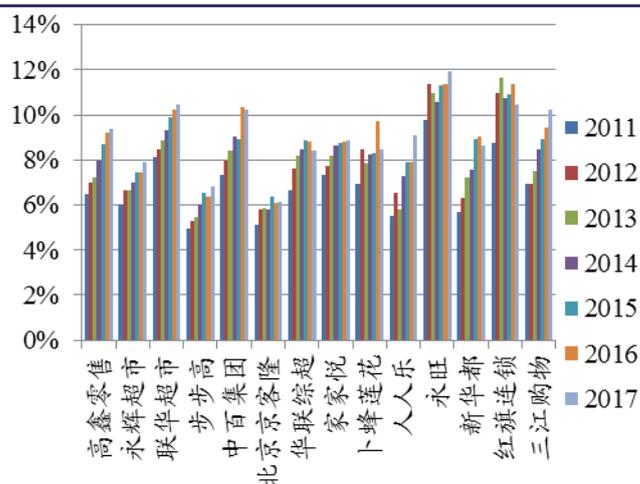
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、重点超市零售企业销售管理费用/公司收入%



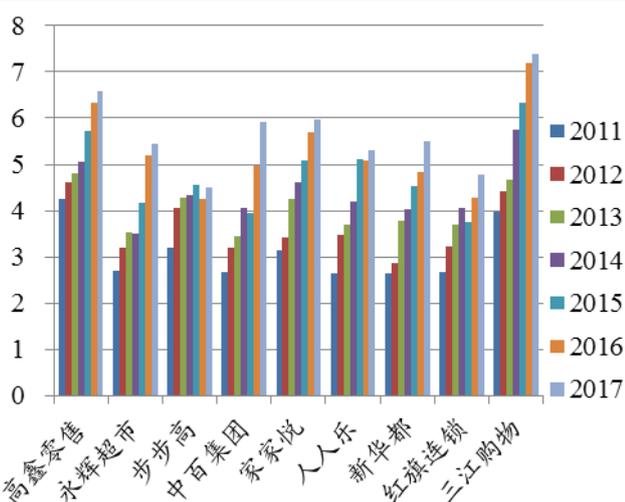
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、重点超市零售企业员工薪酬/公司收入%



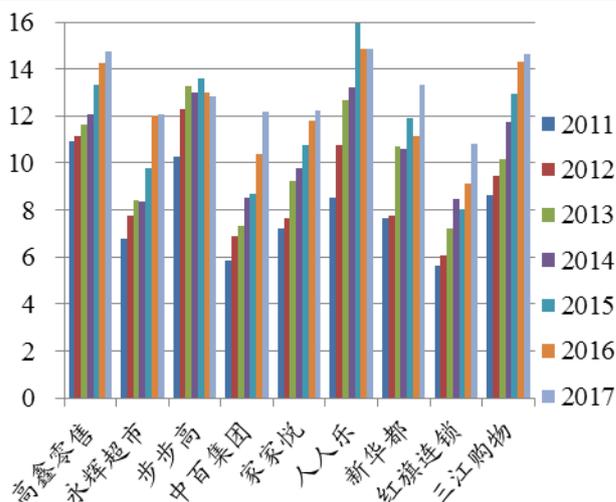
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 59、重点超市零售企业员工薪酬/员工人数(万元)



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

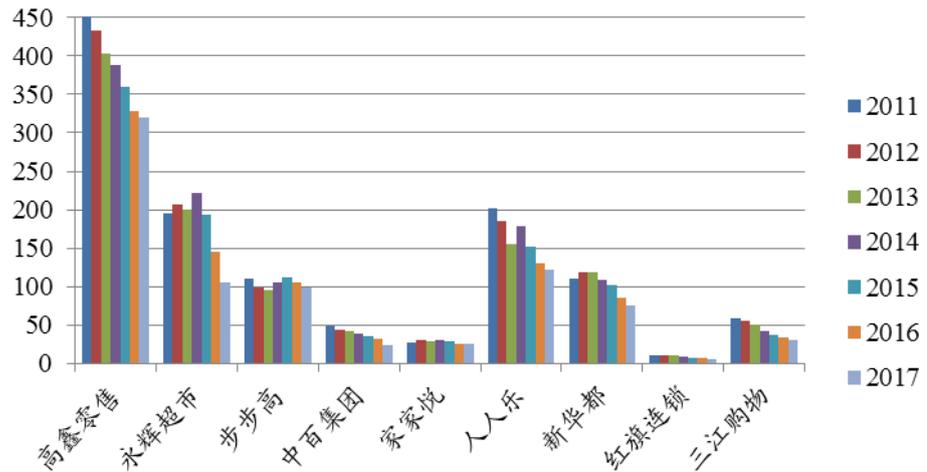
图 60、重点超市零售企业销售管理费用/员工人数(万元)



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

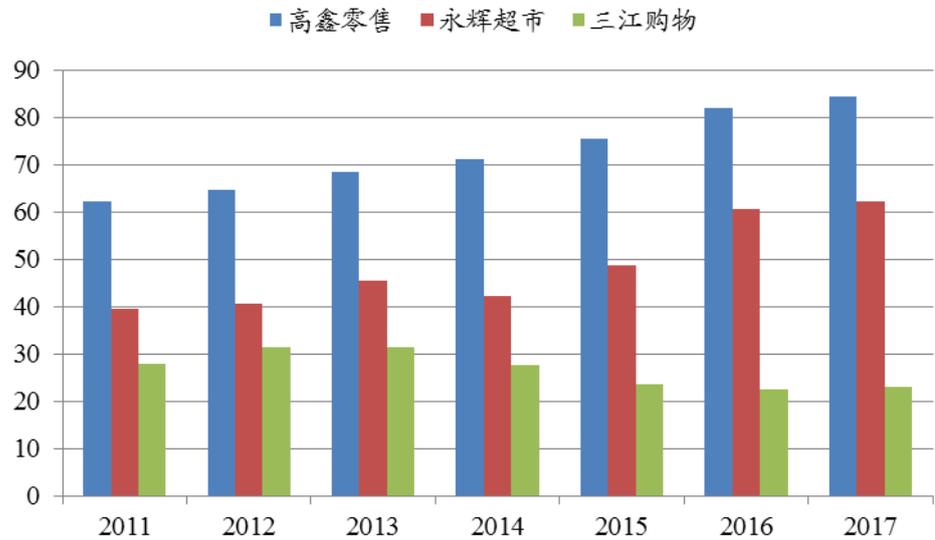
高鑫零售管理能力凸显，单位员工效率持续有效提升；公司施行多层次的员工管理构架及激励措施，平均单个员工工资收入于行业内较高，不断吸纳优秀人才。同时平均单店员工人数快速下行，平均单位员工管理覆盖门店面积领军行业且不断扩大，凸显公司优异管理体制及终端运营效率。

图 61、重点超市零售企业平均单店员工人数



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

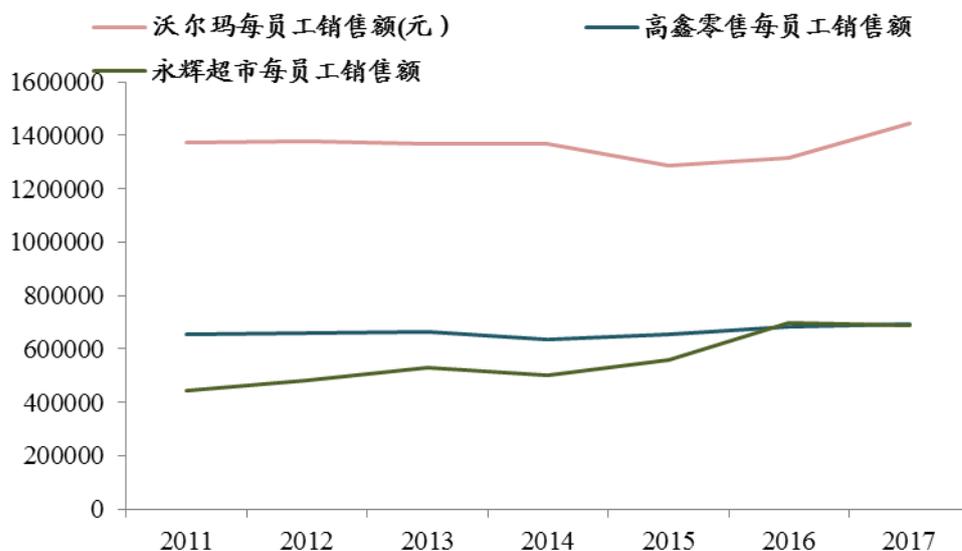
图 62、重点超市零售企业平均单个员工覆盖门店面积（平方米）



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

高鑫零售等国内龙头单位员工平均销售额仍有上升空间，未来自动化水平的提升会大幅提高单位员工销售效率。如沃尔玛配送中心实行高度现代化的机械操作，85%商品采用机械自动化处理，大大减少了人工处理商品的时间和费用。

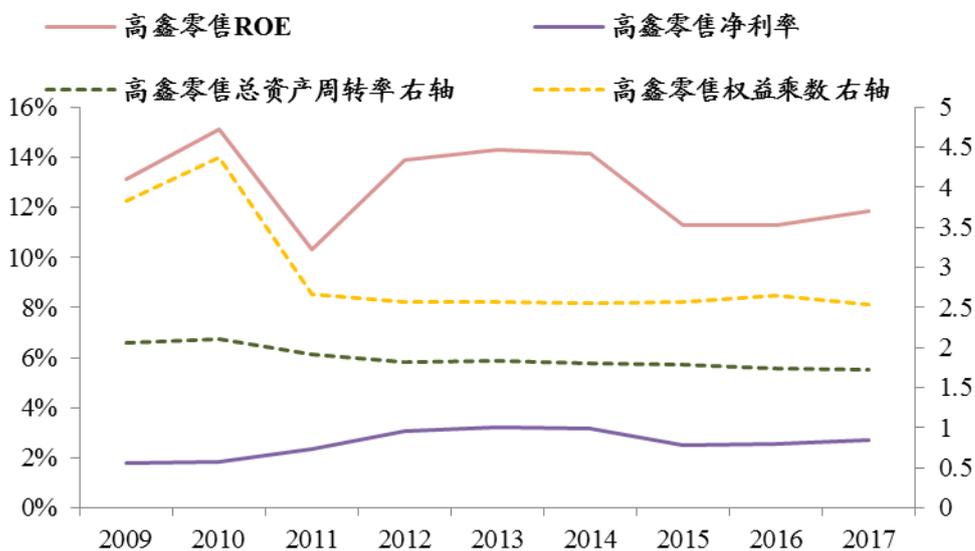
图 63、高鑫零售、沃尔玛、永辉超市单位员工平均销售额



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

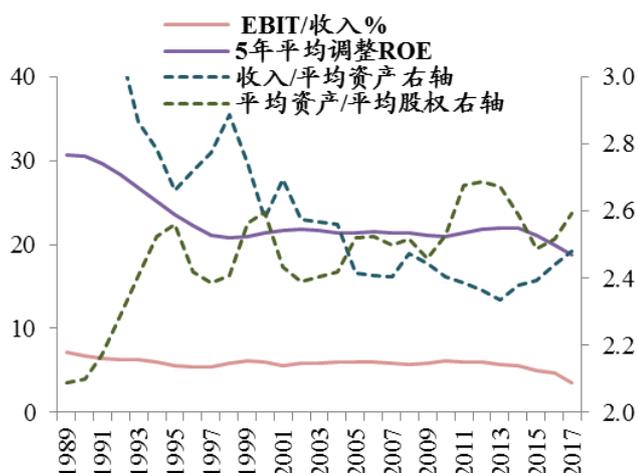
高鑫零售净利润、经营现金流、自由现金流增势优良；资产回报率、净利率、资产周转稳健上行；资本开支、现金流有序匹配，相较国内同业具备更强的盈利能力与抗风险能力。比较沃尔玛财务数据，高鑫零售通过持续深入改革创新，ROE、盈利及周转指标还有优化空间。

图 64、高鑫零售杜邦分析



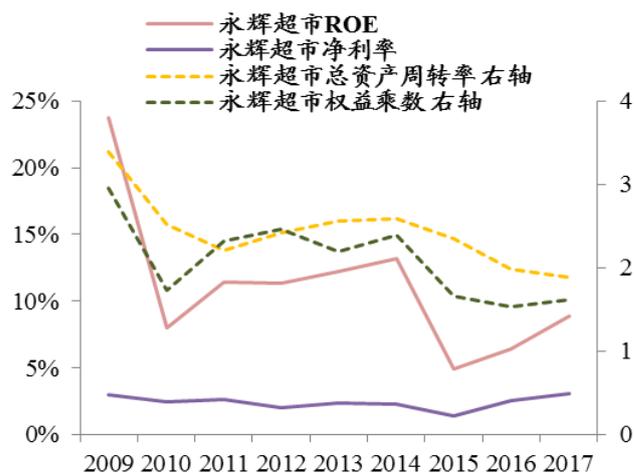
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 65、沃尔玛杜邦分析



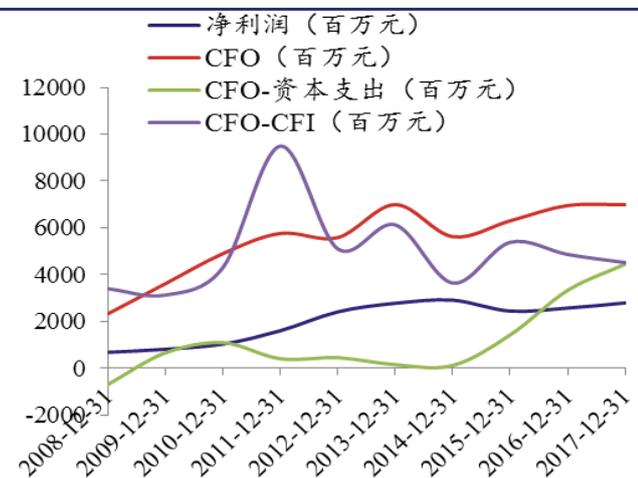
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 66、永辉超市杜邦分析



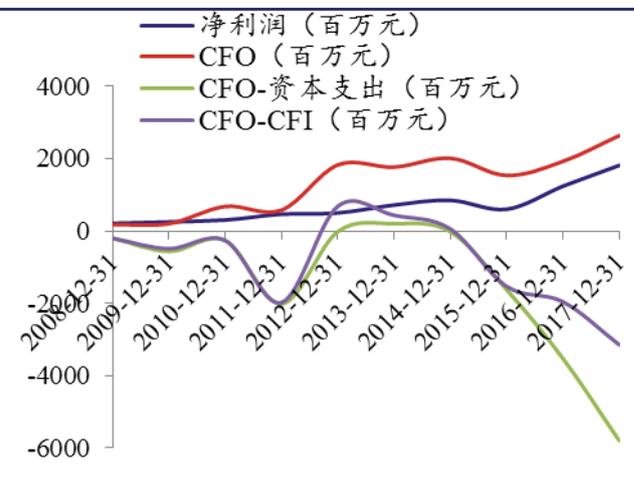
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 67、高鑫零售净利润、CFO、自由现金流



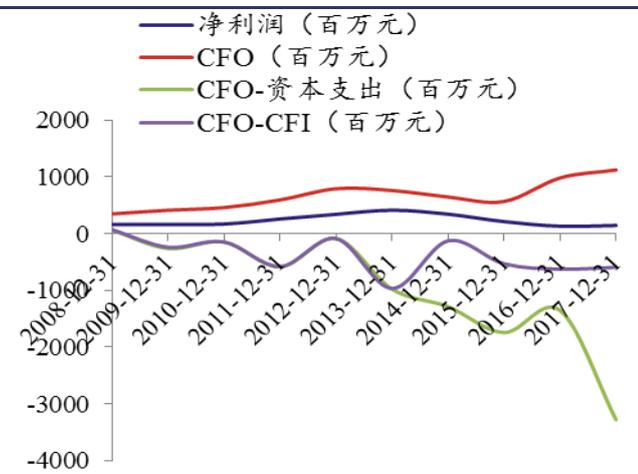
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 68、永辉超市净利润、CFO、自由现金流



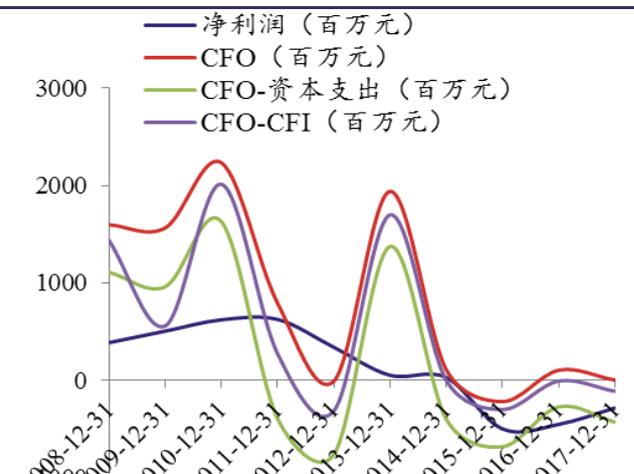
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 69、步步高净利润、CFO、自由现金流



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 70、联华超市净利润、CFO、自由现金流



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测及估值

在对高鑫零售收入、利润的预测中，我们着重对公司门店数量、单店销售、同店增长进行了拆分测算：

1、销售收入：公司销售收入由销售商品收入、租金收入两个分部业务构成，我们预测高鑫零售 2018-2020 营业总收入同比增长 3%\7%\10%，其中销售商品收入、租金收入分别同比增长 3%\7%\9%、6%\8%\9%，租金收入于收入中占比 3-4%，对营业总收入增长贡献较小，我们预期销售商品收入未来三年呈现回升态势。

2、门店数量：公司开店策略稳健，门店数量稳步较快增长，店面淘汰率低，我们预测未来三年年均净增门店数量 25 家左右，2018-2020 门店总数同比增长 5%\5%\6%，门店建筑总面积同比增长 4%\5%\5%，平均单店面积同比略有下降。

3、单店同店：我们测算公司 2017 年平均单店销售收入为 214 百万元，预测未来三年均店销售收入同比增长-1%\2%\4%，成熟门店同店销售贡献主要销售增长，预测 2018-2020 同店增速为 0%\3%\5%，主要看好“新零售”数字化 O2O 门店改造对同店增长的助力。新开门店当年对销售收入的贡献较小，假设新开门店两年内达到成熟门店效益水平。

4、利润端：公司“新零售”改革的各项举措将深化与阿里等合作伙伴的供应链渠道共享，联合采购于总采购规模的比例进一步提升，生活家居等新品类开拓改善商品组合盈利能力，多业态全渠道战略发展攫取更高利润空间，我们预期公司毛利率将持续提振，O2O 等新零售渠道借助阿里渠道流量，随着新增流量规模效益逐步达成，自动化改造不断降低人力成本，我们预测零售终端成本费用也将下行。

表 11、高鑫零售盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万元)	96,414	100,441	102,320	105,778	113,019	123,733
YOY	5.0%	4.2%	1.9%	3.4%	6.8%	9.5%
销售商品收入	93,270	97,096	98,775	101,925	108,789	119,044
YOY	4.6%	4.1%	1.7%	3.2%	6.7%	9.4%
租金收入	3,144	3,345	3,545	3,771	4,083	4,438
YOY	15.6%	6.4%	6.0%	6.4%	8.3%	8.7%
门店数量预测						
门店数量	409	446	461	482	506	534
建筑面积(平方米)	11,125,268	12,032,543	12,459,941	13,002,925	13,610,017	14,316,550
YOY	8.2%	8.2%	3.6%	4.4%	4.7%	5.2%
平均单店面积(平方米)	27,201	26,979	27,028	26,977	26,897	26,810
欧尚门店	74	78	77	78	80	83
建筑面积(平方米)	2,791,850	2,934,902	2,893,010	2,927,651	2,996,714	3,102,872
欧尚单店面积	37,728	37,627	37,572	37,534	37,459	37,384
大润发门店数量(家)	335	368	384	404	426	451
建筑面积(平方米)	8,333,418	9,097,641	9,566,931	10,075,274	10,613,303	11,213,678
大润发单店面积	24,876	24,722	24,914	24,939	24,914	24,864
单店销售预测						
单店营收(百万元)	228	218	214	211	215	223
单店营收 YOY	-4.8%	-4.5%	-1.6%	-1.3%	1.7%	3.7%
同店销售 YOY	-3.6%	-0.3%	-1.0%	0.0%	3.0%	5.0%
平均坪效(万元)	0.84	0.81	0.79	0.78	0.80	0.83
毛利润(百万元)	22,463	23,981	24,674	25,387	27,238	29,943
YOY	7.0%	6.8%	2.9%	2.9%	7.3%	9.9%
毛利率%	23.3%	23.9%	24.1%	24.0%	24.1%	24.2%
净利率%(含少数股东)	2.6%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%
成本费用%						
营运成本%	-17.6%	-18.0%	-18.5%	-17.8%	-17.8%	-17.8%
其中:职工薪酬%	-8.7%	-9.2%	-9.5%	-9.3%	-9.2%	-9.2%
其中:折旧及摊销%	-3.1%	-3.2%	-3.2%	-2.9%	-2.8%	-2.7%
管理费用%	-2.7%	-2.9%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%

数据来源:公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

高鑫零售盈利能力居首,毛利率、净利率均显著优于同业,资产回报率、资产周转稳健上行,是强大供应链集约管理及终端运营能力的体现。考虑到高鑫零售高于同业的销售额规模、单店收入、单店面积,其面临更大的管理运营半径,公司精细化终端门店管理,销售管理费用率、员工薪酬费用率处于行业内合理偏低水平,为公司高盈利性的另一重要保障。

高鑫零售净利润、经营现金流、自由现金流增势优良,盈利、资本开支、现金流有序匹配,具备更强的盈利能力与抗风险能力,成为公司创新改革,试水新零售强大后盾,综合分给我们我们认为公司较同业应给予较高溢价。预测 2018-2019 年 EPS

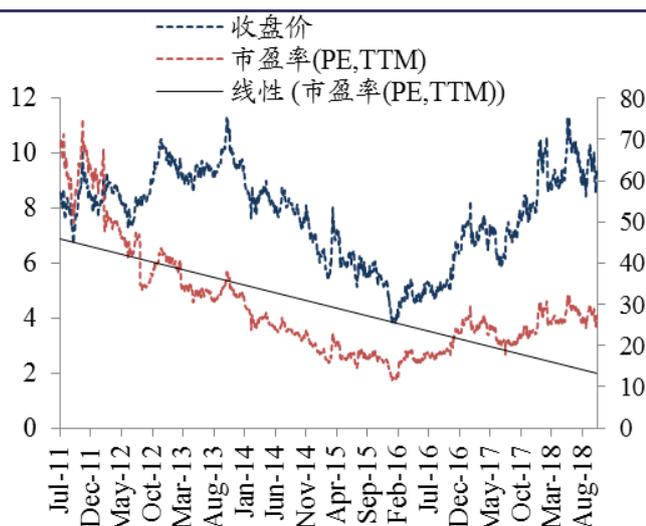
分别为 0.30 元、0.33 元，给予目标价 11 港元，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

表 12、超市零售公司估值比较(PE)

	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
	EPS				PE			
高鑫零售	0.29	0.30	0.33	0.36	32	31	29	26
联华超市	-0.25							
北京京客隆	0.12	0.12	0.14		13	13	11	
永辉超市	0.19	0.16	0.23	0.31	39	47	33	24
步步高	0.17	0.23	0.28	0.34	49	36	29	24
中百集团	0.10	0.70	0.20	0.24	56	8	28	23
华联综超	0.12	0.09	0.08		30	41	43	
家家悦	0.66	0.84	1.01	1.21	33	26	22	18
红旗连锁	0.12	0.20	0.24	0.29	44	26	22	18
三江购物	0.26	0.20	0.22	0.25	51	67	61	54
行业平均					39	33	31	27

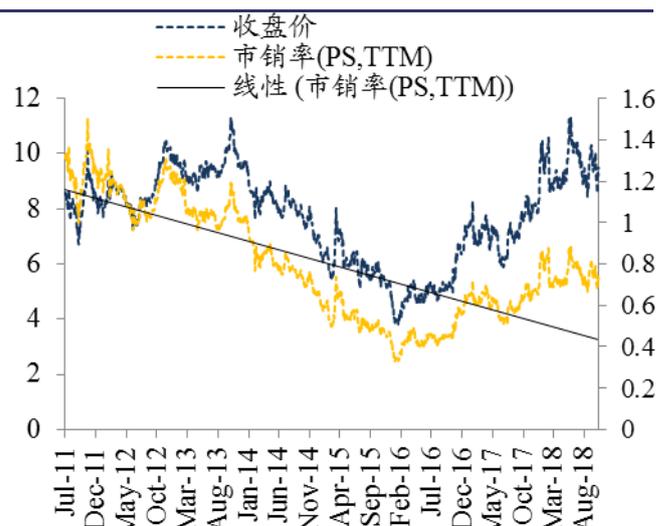
数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理；高鑫零售为兴业证券经济与金融研究院预测，其他预测值为 wind 一致预期

图 71、高鑫零售股价及 PE 估值



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 72、高鑫零售股价及 PB 估值



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示： 1、宏观经济降速风险；2、居民收入、消费增长减缓，零售业景气度下降 3、线上零售对实体零售冲击；4、“新零售”回报低于预期

附表

资产负债表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
单位:百万元				
流动资产	28022	30161	33451	37962
货币资金	10362	11636	12997	14848
定期存款及短期投资	133	120	110	100
应收账款	3326	3596	3956	4454
存货	14201	14809	16388	18560
非流动资产	31715	31719	31386	30940
固定资产-物业及设备	30818	30768	30492	30101
无形资产	51	60	65	70
商誉	126	126	126	126
按权益入账的被投资方	25	25	25	25
应收及预付款项-非流动	3326	3596	3956	4454
递延税项资产-非流动	455	423	396	371
资产总计	59737	61880	64836	68903
流动负债	36013	37148	38824	41247
应付账款	35446	35964	37296	39595
应付票据	0	0	0	0
短期借款	2	655	1019	1157
应交所得税	565	529	509	495
非流动负债	175	165	155	145
长期借款	1	1	1	1
递延所得税负债-非流动	124	124	124	124
其他金融负债-非流动	50	40	30	20
负债合计	36188	37313	38979	41392
股本	9540	9540	9540	9540
资本公积	3179	3528	3375	3194
未分配利润	9,116	10,134	11,424	13,078
少数股东权益	1234	1365	1518	1700
股东权益合计	23549	24567	25857	27511
负债及权益合计	59737	61880	64836	68903

现金流量表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2793	2887	3137	3472
折旧和摊销	3263	3050	3176	3291
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
利息收入	-392	-317	-316	-322
财务费用	13	10	10	10
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	1172	-434	-571	-338
经营活动产生现金流量	8459	6924	7313	8192
投资活动产生现金流量	-2255	-2692	-2589	-2583
融资活动产生现金流量	-2473	-1477	-1765	-1992
现金净变动	2,262	1,274	1,362	1,851
现金的期初余额	8100	10362	11636	12997
现金的期末余额	10362	11636	12997	14848

利润表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
单位:百万元				
营业收入	102,320	105,778	113,019	123,733
营业成本	77646	80391	85782	93790
其他收入	1630	1011	1024	1056
职工薪酬	9717	9837	10398	11383
折旧摊销	3263	3050	3176	3291
经营租约开支	2927	2962	3278	3712
其他营运成本	2925	2962	3221	3588
管理费用	2895	2962	3165	3465
财务费用	13	10	10	10
营业利润	4487	4625	5024	5560
除税前利润	4469	4615	5014	5550
所得税	1449	1477	1605	1776
净利润	3020	3138	3410	3774
少数股东损益	227	251	273	302
归属母公司净利润	2793	2887	3137	3472
EPS(元)	0.29	0.30	0.33	0.36

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	1.9%	3.4%	6.8%	9.5%
营业利润增长率	14.0%	3.1%	8.6%	10.7%
净利润增长率	8.6%	3.4%	8.7%	10.7%
盈利能力(%)				
营业利润率	4.4%	4.4%	4.4%	4.5%
净利率	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
ROE	11.9%	11.8%	12.1%	12.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.6%	60.3%	60.1%	60.1%
流动比率	0.78	0.81	0.86	0.92
速动比率	0.38	0.41	0.44	0.47
营运能力(次)				
资产周转率	170.4%	174.0%	178.4%	185.0%
应收帐款周转率	2066.4%	2149.6%	2104.6%	2098.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.29	0.30	0.33	0.36
每股经营现金	0.84	0.73	0.77	0.86
每股净资产	2.35	2.58	2.71	2.88
估值比率(倍)				
PE	32	31	29	26
PB	4	4	3	3

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.xyjq.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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、掇蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司和成志控股有限公司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。