

證券業務部每周證券評論

高鑫零售有限公司 (股份代號: 06808)

Sun Art Retail Group Ltd.

16 MAR 2020

前日收市價 (16/03/2020)	\$10.20
目標價	\$11.16
股份資料 (截止 16/03/2020)	
52周高位:	HK\$11.20
52周低位:	HK\$6.35
市值:	HK\$97,305 (百萬)
已發行股數:	9,539.7(百萬)
買賣單位:	500股

重點財務數據 (截至31/12/2019止)

每股基本盈利	人民幣0.30元
全年每股股息	人民幣0.14元
市盈率 (x)	28.16
市帳率 (x)	3.37
派息比率	46.667%

資料來源:
彭博、高鑫零售有限公司、AASstock

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

公司簡介

高鑫零售有限公司(簡稱“高鑫零售“或”集團”),於1998年至1999年以歐尚和大潤發兩大品牌經營大賣場業務,以提供各種零售商品包括紡織品、電子產品、日用百貨、大眾消費品及生鮮產品。集團除對外採購品牌產品,亦自有品牌商品。而大賣場內有商店街並租予租戶經營,該等商店包括品牌服裝店、鞋店、休閒餐廳、藥店、乾洗店、銀行服務等。集團於2011年7月27日在香港聯合交易所主板上市。於2017年11月20日,阿里巴巴集團控股有限公司(「阿里巴巴」)、Auchan Retail S.A.(「歐尚零售」)及潤泰集團宣布結成策略聯盟,各方將融合線上及線下的專業能力,共同探索中國零售行業的新零售發展機遇。作為策略聯盟成員,歐尚零售獲得了約36.18%的間接股權,阿里巴巴投資約224億港元以取得高鑫零售有限公司合計約36.17%的直接及間接權益。截至2019年12月31日止,集團在全國29個省市自治區內232個城市共擁有486間門店,總建築面積約為1300萬平方米。

業績回顧 (截至31/12/2019止)

截至2019年12月31日止的年度,集團的收入同比下跌4%至953.57億元(人民幣,下同);整體毛利同比增長2.4%至257.31億元;毛利率為27.0%較去年同期的25.3%提升了1.7個百分點;股東應佔溢利同比增長14.4%至28.34億元;每股基本盈利同比增長15.4%至0.30元。

財務方面 截止2019年12月31日止,集團的資產總值為711.86億元,較2018年12月31日的698.75億元,增長1.9%;負債總額為458.28億元,較2018年12月31日的462.26億元,減少0.9%;集團的流動比率為0.91x,較2018年12月31日的0.82x提升了0.09x;存貨週轉天數為85天,較2018年12月31日的71天,增加了14天;貿易應付款項週轉天數為97天,較2018年12月31日的94天,增加了3天;集團持有現金及現金等價物為132.51億元,較2018年12月31日的134.69億元,減少1.6%。

圖表一

業績	截至12月31日上年度		
人民幣百萬元	2019	2018	變動%
收入	95,357	99,359	-4.0%
毛利	25,731	25,119	2.4%
毛利率	27.0%	25.3%	1.7%
股東應佔溢利	2,834	2,478	14.4%
每股基本盈利(人民幣元)	0.30	0.26	15.4%
人民幣千元	2019年12月31日	2018年12月31日	變動%
總資產	71,186	69,875	1.9%
總負債	45,828	46,226	-0.9%
流動比率 (x)	0.91	0.82	0.09
存貨週轉天數(天)	85	71	14
貿易應付款項週轉天數(天)	97	94	3
現金及現金等價物	13,251	13,469	-1.6%

資料來源: 高鑫零售有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

	截至12月31日止年度				
	2019		2018		
分部收入 (人民幣百萬元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
總銷售營收 (在賣場銷售產生的現金)		101,868		101,315	0.5%
收入					
- 來自銷售貨品的收入	95.7%	91,279	96.2%	95,551	-4.5%
- 來自租戶的租金收入	4.3%	4,078	3.8%	3,808	7.1%
總計	100.0%	95,357	100.0%	99,359	-4.0%

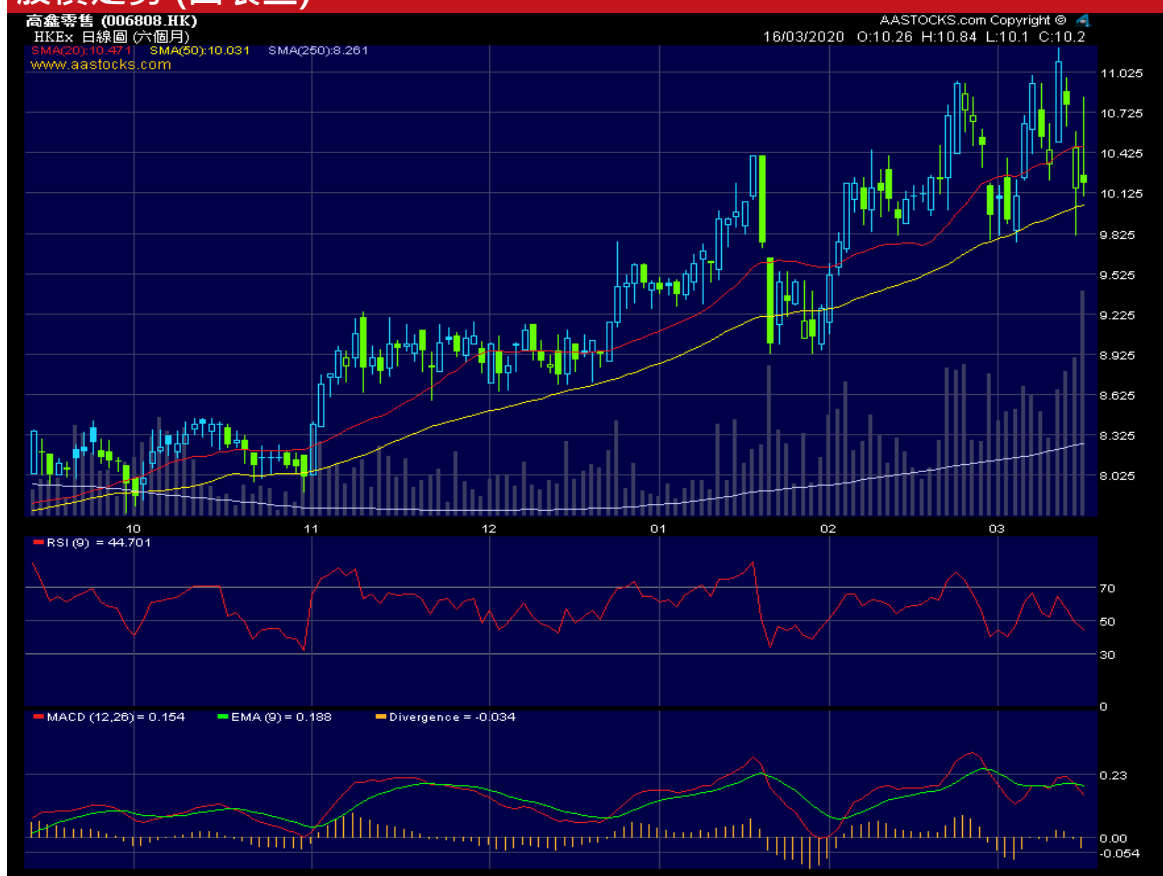
資料來源: 高鑫零售有限公司

1. 分類業績表現。集團 2019 年度的總銷售營收同比增長 0.5% 至 101.87 億元。2019 年度集團的收入同比下跌 4% 至 953.57 億元；毛利同比增長 2.4% 至 257.31 億元；毛利率較去年同期的 25.3% 提升了 1.7 個百分點至 27.0%。毛利率的提升主要由於集團持續優化產品組合以改善毛利率。雙品牌間的供應鏈整合對毛利率產生正面影響。截止 2019 年度，按收入分類表現如下(圖表二)：

來自銷售貨品的收入：佔集團整體收入 95.7% 的銷售貨品收入，2019 年的收入同比下跌 4.5% 至 912.79 億元。收入下跌主要於集團的家電部門自 2018 年 8 月的起的業務模式已從自營改為由蘇寧代銷。自始家電品銷售收入改為佣金收入，而非總銷售營收；

來自租戶的租金收入：佔集團整體收入 4.3% 的租戶租金收入，2019 年的收入同比增長 7.1% 至 40.78 億元。租戶租金收入的增長主要由於新店的可出租面積增加，以及因租戶組合管理改善帶動現有門店的租戶收入增長所致。

股價走勢 (圖表三)



資料來源: AASTock

股價走勢 (圖表三)

集團於 3 月 16 日的收市價為\$10.20，股價按年升 41.86%。走勢上，集團股價由去年初 7 元附近的位置一路反覆上升至近日 11.2 元高位的位置。但現時 9 天相對強弱指數已由高位回落至 44.701 的水平，股價仍在 50 天及 250 天移動平均線之上。而 MACD 線及訊號線於利好的區間內，短期集團的股價在波動的市況下整固中。集團 2019 年的業績勝市場預期，O2O 的業務能力增強，大賣場重構改善顯著，相信在新型冠狀肺炎疫情下大眾對民生生活必需品需求增加下，集團未來會維持穩定增長。投資者可考慮於現水平增持或吸納，憧憬集團未來收入能穩定增長。

資料來源: AASStock

估值預測

以 3 月 16 日的收市價\$10.20 計算，其市盈率及市帳率分別為 30.44 及 3.67 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高水平。近日在逆市下集團股價仍能反覆向上。

O2O 業務發展(線上)

於 2017 年 11 月 20 日，阿里巴巴集團控股有限公司(「阿里巴巴」)、Auchan Retail S.A.(「歐尚零售」)及潤泰集團宣布結成策略聯盟，各方將融合線上及線下的專業能力，共同探索中國零售行業的新零售發展機遇。現時集團基於和阿里巴巴的緊密合作，完全打破了實體店原有的瓶頸，O2O 業務的獲利模式已初具雛形。現時阿里巴巴持有集團 26.02%的股份，2020 年集團與阿里巴巴加深合作的力度，進一步推進多業務多管道戰略，與天貓超市進行庫存共用，與菜鳥驛站合作發展社區團購，同時亦會合作發展中型超市業態。

2019 年，高鑫零售的 O2O 業務的總銷售營收較 2018 年增長近 90%。

在 B2C 業務上，經過一年的發展，集團 B2C 目前的用戶數已突破 3,300 萬，活躍用戶數超過 1,000 萬，店日均單量及客單價持續穩定攀升。

在 B2B 業務上，2019 年集團 B2B 業務營收同比增長 50%，目前 B2B 業務現有用戶已超過 53 萬，活躍用戶接近 24 萬，客單價超過一千元人民幣。

自 2019 年 10 月 1 起，陸續有 178 家門店已上線「半日達」服務。由於集團的貓超「半日達」服務半徑較大，所以集團計劃選擇共 280 家門店來提供半日達服務，預期於 2020 年 5 月底前全部上線。而在產品種類上，現時貓超半日達服務已可為顧客提出約兩萬隻單品，未來集團希望能將半日達服務逐步擴張至生鮮及食品領域，隨著供應鏈能力的完善，預計 2020 年集團的線上銷售佔比有望由約佔一成進一步提升至 20%左右。

集團現已完成了大潤發及歐尚的總部、供應鏈、商品結構及物流中心的整合。業務模式已從過往的實期門店向「店倉合一」轉變。而集團與阿里巴巴合作的「貓超共享庫存」專案，即基於 LBS (Location Based Services 移動定位服務) 技術，門店可服務其半徑 5-20 公里內的顧客。相信隨著「半日達」服務能力增強進一步擴大商圈，可為集團線上營收創造更大的收入。

大賣場業務(線下)

2019 年集團新增 7 家大賣場門店，關閉大賣場門店 5 家(主要為歐尚門店調整)，全年淨增大賣場門店 2 家，大賣場門店總數 486 家，總建築面積超 1,300 萬平方米，其中約 70.0%為租賃門店，29.7%為自有物業門店及 0.3%為承包店舖。

截至 2019 年 12 月 31 日，集團於中國各主要地區的門店數目及其建築面積載列如下：

估值預測

地區	綜合性大賣場數目 (截至二零一九年十二月三十一日)				綜合性大賣場總建築面積(平方米) (截至二零一九年十二月三十一日)			
	歐尚	大潤發	合計	百分比	歐尚	大潤發	合計	百分比
華東	50	142	192	39%	2,046,857	3,422,510	5,469,367	42%
華北	4	46	50	10%	119,860	1,137,050	1,256,910	10%
東北	1	51	52	11%	32,033	1,413,972	1,446,005	11%
華南	4	86	90	19%	99,537	2,088,985	2,188,522	17%
華中	8	68	76	16%	250,401	1,683,116	1,933,517	15%
華西	5	21	26	5%	223,839	495,920	719,759	5%
合計	<u>72</u>	<u>414</u>	<u>486</u>	<u>100%</u>	<u>2,772,527</u>	<u>10,241,553</u>	<u>13,014,080</u>	<u>100%</u>

資料來源: 高鑫零售有限公司

截至 2019 年 12 月 31 日，透過簽訂租約或收購地塊的方式，集團物色並取得了 43 個地點開設綜合性大賣場，其中 37 家在建，儲備增加的新門店量充足。

另外，在重構大賣場上，2019 年集團一共升級改造了 10 家門店，其中上海五家、蘇州一家、濟南一家、瀋陽一家、武漢一家及廣州一家。改造力爭成為生鮮、食品領域的專家，構建提供物有所值的專業時尚產品的新零售大賣場。改造後，同店增長有明顯改善，尤其是生鮮品類的同店增長，平均錄得雙位數增長。2020 年預計將會改造 50 家現有的門店，相信改造更多的門店後，集團的同店增長將會進一步提升。

雖然高鑫零售於其 2019 年的年報中提及疫情對集團今年的經營環境會造成較大的影響，但在疫情下為減少人流聚及出行，網購送貨成為市民購買日常生活用品及食品的主要模式。集團旗下大超市屬於民生必需品行業，其線上業務 2 月時的生意大增，高鑫零售董事長黃明端透露，2 月份，大潤發線上生鮮平臺“大潤發優鮮”APP 新註冊用戶數環比增長 105%；而歐尚的線上有很好的表現，1 小時達業務 2 月訂單量同比增長了 5 倍，業績同比增長 7 倍；2 月份期間，受疫情影響，雖然運力不足，但大潤發、歐尚的線上需求暴增，線上業績增長了 3.5 倍—4 倍，主要是生鮮食品類。“如果運力夠，10 倍都能達到。

疫情下，更大程度上改變了市民購買日常生活用品及食品的習慣，令集團的獲客成本大大降低，加上集團已完成了大潤發及歐尚的總部、供應鏈、商品結構及物流中心的整合，以及進一步提升“店倉合一”模式，預計集團 2020 年的 O2O 業務的收入將會大大提高。

另外，2019 年集團的同店銷售增長（不含家電）為-1.01%，優於 2019 年上半年-1.76%，其中大潤發全年同店增長 0.5%。在門店整合大致完成後，預期門店業績會於 2020 年重回正軌，加上 O2O 業務的帶動，預期 2020 年集團的收入會回復正增長，而利潤亦隨之而加快增長。所以會將高鑫零售的目標價定在\$11.16 即相當於 31.3532 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 9.44%的潛在升幅。

風險因素

- 行業競爭持續加劇
- 消費低迷
- 升級改造 50 家現有門店的效果未及預期
- 運力提升不足，影響線上業務

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或及其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。

本文件由中國工商銀行（亞洲）有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。