

高鑫零售 (6808 HK)

開啟多業態展店模式

上半年淨利潤增長 17%，比市場預測高 3%。高鑫零售透過開啟多業態展店，加速其業務擴充。公司與阿里巴巴深化合作，開始嘗試與菜鳥合作社區團購服務。我們上調 2020-22 年度淨利潤預測 1-4%，目標價由 15.32 港元上調至 15.60 港元，維持 2021 年度預測市盈率 35 倍不變，位處市盈率區間的高端水平。重申買入。

- **上半年業績好於預期。**淨利潤增長 17% 至 20.62 億元人民幣，佔我們 2020 年淨利潤預測的 64%（過去三年為 62-63%），亦比市場預期高 3%。收入增長 5% 至 532 億元人民幣，表現優於國內零售銷售（下跌 11%）及 50 個主要零售商銷售。公司線上企業對客戶「B2C」業務實現大幅增長，加上食品 CPI 上漲 16.2%，帶動同店銷售增長 5.7%，為公司銷售增長作出主要貢獻。不過，受疫情影響，公司豁免部份租戶的租金，因此租金收入下跌 19%。現時超過 97% 的租戶已恢復營運。毛利率下跌 1.5 個百分比至 24.6%，其中租金收入下跌拖累 1 個百分點，低利潤率的生鮮食品銷售佔比提高了拖累了 0.5 個百分點。銷售及行政開支比率下跌 1.7 個百分比至 20.0%，主要因社會福利開支減少，以及雙品牌的整合有助降低行政費用。
- **B2C 業務增長強勁。**疫情影響疊加消費者行為轉變，線上店日均單量由 2019 年的 640 單增加至 2020 年一季度逾 750 單，以及二季度逾 950 單。管理層預計 2020 年年底店日均單量將達到 1,200 單。疫情下市民減少消費頻次，2020 年一季度客單價因而增至逾 85 元人民幣（2019 年度客單價為 64 元），於二季度回落至逾 68 元。管理層預期客單價正常水平為 65-67 元。
- **開啟多業態展店模式。**公司計劃發展多業態展店模式，開設中型超市（3,000-5,000 平方米）及小型超市（200-500 平方米）以提高市佔率。相對大賣場，中小型超市一般座落社區，更能照顧消費者方便購物的需求。公司計劃於 2020 年下半年開設 2-3 / 30-50 家中型超市/小型超市，以及在 2021 年度開設 30-50 / 200 家中型超市/小型超市。今年上半年新開設的三家超市均於開業首月錄得盈利。
- **其他增長計劃。**（1）**社區團購：**公司借助其全國大賣場的網絡，推出嶄新購物方式。3,000 餘個菜鳥驛站及超過 5,000 個直營網點已推出是項服務。（2）**天貓超市共享庫存（「貓超共享庫存」）：**目前，公司所有門店都可提供貓超一小時配送服務，有 180 家門店可以提供貓超半日達服務。貓超共享庫存項目仍處於試點階段。（3）**門店重構：**公司仍然計劃於 2020 年度重構 50 家門店（2020 年上半年重構了五家門店）。
- **上調盈利預測。**考慮到公司進一步的擴張計劃，我們上調 2020-22 年度的淨利潤預測 1-4%。**催化劑：**收入及利潤率超預期；**風險：**競爭激烈。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	99,359	95,357	100,955	107,504	116,198
同比增長 (%)	(3)	(4)	6	6	8
淨收入 (百萬元人民幣)	2,478	2,834	3,269	3,818	4,310
同比增長 (%)	(11)	14	15	17	13
每股盈利 (元人民幣)	0.260	0.297	0.343	0.400	0.452
每股盈利變動 (%)	(11)	14	15	17	13
市場預測每股盈利 (元人民幣)	na	na	0.329	0.375	0.411
市盈率 (倍)	38.2	34.1	30.1	25.8	22.8
市帳率 (倍)	4.2	4.0	3.8	3.5	3.2
股息率 (%)	1.2	1.4	1.6	1.8	2.1

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$15.60
(此前目標價)	HK\$15.32
潛在升幅	+33%
當前股價	HK\$11.50

中國超市行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838
albertyip@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	109,707
3 月平均流通量(百萬港元)	175.40
52 周內股價高/低(港元)	13.40/ 7.40
總股本(百萬)	9,539.7

資料來源：彭博

股東結構

歐尚	51.00%
阿里巴巴	26.02%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.5%	-9.8%
3-月	-12.5%	-16.0%
6-月	4.2%	14.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

近期報告

“China Supermarket – Digitalization and consolidation to accelerate” – 22 Jun 2020

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	99,359	95,357	100,955	107,504	116,198
銷售貨品	95,551	91,279	97,435	103,211	111,739
租金收入	3,808	4,078	3,521	4,293	4,459
銷售成本	(74,240)	(69,626)	(74,737)	(78,558)	(84,734)
毛利	25,119	25,731	26,218	28,946	31,464
其他收入	1,270	1,027	1,241	1,089	1,145
銷售費用	19,317	19,523	19,888	21,286	23,007
管理費用	2,847	2,807	2,568	2,928	3,030
息稅前收益	4,225	4,428	5,003	5,821	6,571
財務收入, 淨額	(197)	(161)	(121)	(134)	(151)
聯營及合資企業	(8)	(15)	(10)	(5)	0
稅前利潤	4,020	4,252	4,872	5,682	6,420
所得稅	(1,320)	(1,207)	(1,382)	(1,609)	(1,817)
非控制股東權益	(222)	(211)	(222)	(255)	(293)
淨利潤	2,478	2,834	3,269	3,818	4,310

現金流量表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前收益	4,225	4,428	5,003	5,821	6,571
折舊和攤銷	4,458	4,404	4,338	4,440	4,524
運營資金變動	631	(3,392)	887	1,029	1,371
所得稅支付	(1,293)	(1,359)	(1,382)	(1,609)	(1,817)
其它	132	524	(121)	(135)	(151)
經營活動所得現金流	8,153	4,605	8,726	9,546	10,499
資本開支	(2,703)	(2,277)	(3,500)	(3,900)	(3,900)
其它	594	469	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,109)	(1,808)	(3,500)	(3,900)	(3,900)
借貸金額變動	(1,078)	(1,087)	(343)	(329)	(316)
股息	(1,238)	(1,153)	(1,319)	(1,521)	(1,776)
其它	(621)	(775)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(2,937)	(3,015)	(1,661)	(1,850)	(2,092)
現金增加淨額	1,231	(608)	3,564	3,796	4,507
年初現金及現金等價物	3,129	4,370	13,251	16,815	20,611
匯兌變動	10	36	-	-	-
年末現金及現金等價物	4,370	3,798	16,815	20,611	25,118

資產負債表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	39,274	36,464	35,616	35,071	34,446
固定資產	38,153	35,271	34,433	33,893	33,268
商譽	138	124	124	124	124
合資及聯營公司投資	41	17	7	2	2
其它	942	1,052	1,052	1,052	1,052
流動資產	30,601	34,722	39,702	44,876	51,381
現金及已抵押存款	13,469	13,251	16,815	20,611	25,118
庫存	14,468	17,724	18,919	20,041	21,697
應收款	372	423	448	477	515
預付款	420	419	444	472	511
其它流動資產	1,872	2,905	3,076	3,275	3,540
流動負債	37,147	38,012	40,272	42,639	45,969
借貸	1,049	1,057	1,015	974	935
應付款	18,588	18,267	19,499	20,655	22,362
其它應付款	7,854	7,560	8,004	8,523	9,212
應付稅款	549	459	459	459	459
其它	9,107	10,669	11,295	12,028	13,001
非流動負債	9,079	7,816	7,516	7,227	6,950
借貸	8,822	7,511	7,211	6,922	6,645
遞延稅負債	207	255	255	255	255
其它	50	50	50	50	50
淨資產	23,649	25,358	27,530	30,081	32,908
股東權益	22,287	23,925	25,875	28,172	30,706
少數股東權益	1,362	1,433	1,655	1,909	2,202

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
銷售貨品	96.2	95.7	96.5	96.0	96.2
租金收入	3.8	4.3	3.5	4.0	3.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.3	27.0	26.0	26.9	27.1
息稅前利潤率	4.3	4.6	5.0	5.4	5.7
稅前利潤率	4.0	4.5	4.8	5.3	5.5
淨利潤率	2.5	3.0	3.2	3.6	3.7
有效稅率	32.8	28.4	28.4	28.3	28.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
現金比率 (x)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
庫存天數	52	61	65	65	65
應收賬天數	1	2	2	2	2
應付賬天數	90	94	94	95	95
淨負債比率 (%)	41.7	33.8	29.9	26.3	23.0
回報率 (%)					
資本回報率	11.1	12.3	13.1	14.1	14.6
資產回報率	4.2	4.3	4.8	5.2	5.6
每股數據					
每股盈利 (美元)	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45
每股股息 (港元)	0.12	0.14	0.16	0.19	0.21
每股淨資產 (美元)	2.34	2.51	2.71	2.95	3.22

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。