

高鑫零售 (6808 HK)

开启多业态展店模式

上半年净利润增长 17%，比市场预测高 3%。高鑫零售透过开启多业态展店，加速其业务扩充。公司与阿里巴巴深化合作，开始尝试与菜鸟合作社区团购服务。我们上调 2020-22 年度净利润预测 1-4%，目标价由 15.32 港元上调至 15.60 港元，维持 2021 年度预测市盈率 35 倍不变，位处市盈率区间的高端水平。重申买入。

- 上半年业绩好于预期。** 净利润增长 17% 至 20.62 亿元人民币，占我们 2020 年净利润预测的 64%（过去三年为 62-63%），亦比市场预期高 3%。收入增长 5% 至 532 亿元人民币，表现优于国内零售销售（下跌 11%）及 50 个主要零售商销售。公司线上企业对客户「B2C」业务实现大幅增长，加上食品 CPI 上涨 16.2%，带动同店销售增长 5.7%，为公司销售增长作出主要贡献。不过，受疫情影响，公司豁免部份租户的租金，因此租金收入下跌 19%。现时超过 97% 的租户已恢复营运。毛利率下跌 1.5 个百分点至 24.6%，其中租金收入下跌拖累 1 个百分点，低利润率的生鲜食品销售占比提高了拖累了 0.5 个百分点。销售及行政开支比率下跌 1.7 个百分点至 20.0%，主要因社会福利开支减少，以及双品牌的整合有助降低行政费用。
- B2C 业务增长强劲。** 疫情影响叠加消费者行为转变，线上店日均单量由 2019 年的 640 单增加至 2020 年一季度逾 750 单，以及二季度逾 950 单。管理层预计 2020 年年底店日均单量将达到 1,200 单。疫情下市民减少消费频次，2020 年一季度的客单价因而增至逾 85 元人民币（2019 年度客单价为 64 元），于二季度回落至逾 68 元。管理层预期客单价正常水平为 65-67 元。
- 开启多业态展店模式。** 公司计划发展多业态展店模式，开设中型超市（3,000-5,000 平方米）及小型超市（200-500 平方米）以提高市占率。相对大卖场，中小型超市一般座落社区，更能照顾消费者方便购物的需求。公司计划于 2020 年下半年开设 2-3 / 30-50 家中型超市/小型超市，以及在 2021 年度开设 30-50 / 200 家中型超市/小型超市。今年上半年新开设的三家超市均于开业首月录得盈利。
- 其他增长计划。**（1）**社区团购：**公司借助其全国大卖场的网络，推出崭新购物方式。3,000 余个菜鸟驿站及超过 5,000 个直营网点已推出是项服务。（2）**天猫超市共享库存（「猫超共享库存」）：**目前，公司所有门店都可提供猫超一小时配送服务，有 180 家门店可以提供猫超半日达服务。猫超共享库存项目仍处于试点阶段。（3）**门店重构：**公司仍然计划于 2020 年度重构 50 家门店（2020 年上半年重构了五家门店）。
- 上调盈利预测。** 考虑到公司进一步的扩张计划，我们上调 2020-22 年度的净利润预测 1-4%。**催化剂：**收入及利润率超预期；**风险：**竞争激烈。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	99,359	95,357	100,955	107,504	116,198
同比增长(%)	(3)	(4)	6	6	8
净收入(百万元人民币)	2,478	2,834	3,269	3,818	4,310
同比增长(%)	(11)	14	15	17	13
每股盈利(元人民币)	0.260	0.297	0.343	0.400	0.452
每股盈利变动(%)	(11)	14	15	17	13
市场预测每股盈利(元人民币)	na	na	0.329	0.375	0.411
市盈率(倍)	38.2	34.1	30.1	25.8	22.8
市帐率(倍)	4.2	4.0	3.8	3.5	3.2
股息率(%)	1.2	1.4	1.6	1.8	2.1

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$15.60
(此前目标价)	HK\$15.32
潜在升幅	+33%
当前股价	HK\$11.50

中国超市行业

叶建中, CFA

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

公司数据

市值(百万港元)	109,707
3 月平均流通量(百万港元)	175.40
52 周内股价高/低(港元)	13.40 / 7.40
总股本(百万)	9,539.7

资料来源：彭博

股东结构

欧尚	51.00%
阿里巴巴	26.02%

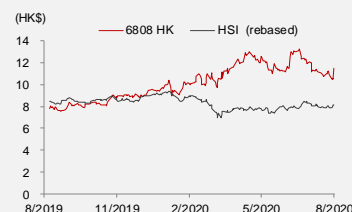
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-11.5%	-9.8%
3-月	-12.5%	-16.0%
6-月	4.2%	14.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

近期报告

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

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	99,359	95,357	100,955	107,504	116,198
销售货品	95,551	91,279	97,435	103,211	111,739
租金收入	3,808	4,078	3,521	4,293	4,459
销售成本	(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
销售费用	19,317	19,523	19,888	21,286	23,007
管理费用	2,847	2,807	2,568	2,928	3,030
息税前收益	4,225	4,428	5,003	5,821	6,571
财务收入, 净额	(197)	(161)	(121)	(134)	(151)
联营及合资企业	(8)	(15)	(10)	(5)	0
税前利润	4,020	4,252	4,872	5,682	6,420
所得税	(1,320)	(1,207)	(1,382)	(1,609)	(1,817)
非控制股东权益	(222)	(211)	(222)	(255)	(293)
净利润	2,478	2,834	3,269	3,818	4,310

现金流量表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前收益	4,225	4,428	5,003	5,821	6,571
折旧和摊销	4,458	4,404	4,338	4,440	4,524
运营资金变动	631	(3,392)	887	1,029	1,371
所得税支付	(1,293)	(1,359)	(1,382)	(1,609)	(1,817)
其它	132	524	(121)	(135)	(151)
经营活动所得现金流	8,153	4,605	8,726	9,546	10,499
资本开支	(2,703)	(2,277)	(3,500)	(3,900)	(3,900)
其它	594	469	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,109)	(1,808)	(3,500)	(3,900)	(3,900)
借贷金额变动	(1,078)	(1,087)	(343)	(329)	(316)
股息	(1,238)	(1,153)	(1,319)	(1,521)	(1,776)
其它	(621)	(775)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(2,937)	(3,015)	(1,661)	(1,850)	(2,092)
现金增加净额	1,231	(608)	3,564	3,796	4,507
年初现金及现金等价物	3,129	4,370	13,251	16,815	20,611
汇兑变动	10	36	-	-	-
年末现金及现金等价物	4,370	3,798	16,815	20,611	25,118

资产负债表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	39,274	36,464	35,616	35,071	34,446
固定资产	38,153	35,271	34,433	33,893	33,268
商誉	138	124	124	124	124
合资及联营公司投资	41	17	7	2	2
其它	942	1,052	1,052	1,052	1,052
流动资产	30,601	34,722	39,702	44,876	51,381
现金及已抵押存款	13,469	13,251	16,815	20,611	25,118
库存	14,468	17,724	18,919	20,041	21,697
应收款	372	423	448	477	515
预付款	420	419	444	472	511
其它流动资产	1,872	2,905	3,076	3,275	3,540
流动负债	37,147	38,012	40,272	42,639	45,969
借贷	1,049	1,057	1,015	974	935
应付款	18,588	18,267	19,499	20,655	22,362
其它应付款	7,854	7,560	8,004	8,523	9,212
应付税款	549	459	459	459	459
其它	9,107	10,669	11,295	12,028	13,001
非流动负债	9,079	7,816	7,516	7,227	6,950
借贷	8,822	7,511	7,211	6,922	6,645
递延税负债	207	255	255	255	255
其它	50	50	50	50	50
净资产	23,649	25,358	27,530	30,081	32,908
股东权益	22,287	23,925	25,875	28,172	30,706
少数股东权益	1,362	1,433	1,655	1,909	2,202

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
销售货品	96.2	95.7	96.5	96.0	96.2
租金收入	3.8	4.3	3.5	4.0	3.8
合计	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
息税前利润率	4.3	4.6	5.0	5.4	5.7
税前利润率	4.0	4.5	4.8	5.3	5.5
净利润率	2.5	3.0	3.2	3.6	3.7
有效税率	32.8	28.4	28.4	28.3	28.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
现金比率 (x)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
库存天数	52	61	65	65	65
应收账款天数	1	2	2	2	2
应付账款天数	90	94	94	95	95
净负债比率 (%)	41.7	33.8	29.9	26.3	23.0
回报率 (%)					
资本回报率	11.1	12.3	13.1	14.1	14.6
资产回报率	4.2	4.3	4.8	5.2	5.6
每股数据					
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
每股净资产 (美元)	2.34	2.51	2.71	2.95	3.22

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。