

## 商贸零售

## 超市行业标杆企业研究：

## -高鑫零售：联姻阿里定义未来新零售新玩法

**评级：增持**

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：18516129253/15221203039

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

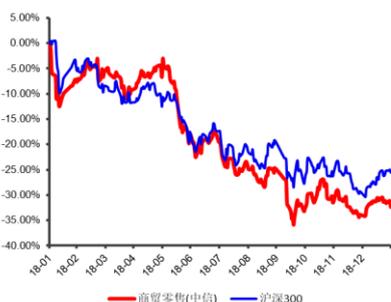
**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
永辉超市	8.21	0.13	0.19	0.19	0.22	63.	43.2	43.3	38.0	1.06	增持
家家悦	20.9	0.54	0.66	0.86	1.06	38.	31.5	24.2	19.7	1.36	买入

备注

**基本状况**

上市公司数	97
行业总市值(百万元)	811534
行业流通市值(百万元)	316498

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《永辉超市——生鲜龙头强者恒强，科技永辉加快布局新零售、打造平台化服务型企》
- 《家家悦——山东省超龙头，供应链优势显现，步入加速扩张期》

**投资要点**

■ **核心观点：**进入新零售时代，阿里、京腾两大阵营不断扩张，传统零售在过去几年的自我变革中已积蓄好力量，围绕人、货、场等核心要素不断升级、优化，量变发展到质变；在电商开启融合时代的大背景下，线上线下合力，行业内部正在进行深入的变革和新一轮洗牌，预计未来具备全渠道实力的龙头将进一步提升市占率，实现强者恒强。高鑫零售是国内规模最大的超市零售企业，与阿里的强强联手更是受到行业内高度关注。高鑫零售具有优越的品牌资源、遍布全国的门店资源、供应链资源以及成熟的运营管理系统；阿里具有丰富的流量资源、数字化运营技术、资金以及平台内成员未来潜在的资源共享优势。我们认为：在阿里的加持下，高鑫零售有望突破传统零售的业绩瓶颈，实现逆势扩张，成为国内超市行业领军企业。

■ **高鑫零售为何获阿里青睐？品牌、门店和供应链资源何为阿里最看重的？**我们认为可以总结为以下几点：（1）深耕大卖场二十年，品牌知名度深入人心。高鑫零售是中国综合规模最大的实体零售商，旗下拥有「欧尚」及「大润发」两大知名品牌。目前阿里巴巴持有公司合计约36.16%的直接及间接权益，成为公司实际第二大股东。（2）高鑫零售门店遍布全国，尤其在三四线城市具有较高渗透率。截至2018H1，集团在全国共475家综合性大卖场，2018H1展店速度加快。公司92%的门店分布在二三线城市，可以充分利用渠道下沉的优势，与阿里旗下主要在一线城市布局的盒马鲜生形成互补。（3）高鑫零售是国内规模最大的超市企业，根据凯度消费数据，截至2018年11月高鑫零售的市占率为8.3%，具有规模和品牌优势。（4）阿里GMV增速不断收窄，线上流量红利见顶，同时线上获客成本不断走高。近年来线上零售额占比不断提高，广阔的线下市场仍然占据超过八成的市场份额，电商企业开始尝试新流量的获取渠道往线下转移，探索线上线下的深度融合，线下零售的流量价值得以重估。超市售卖商品以生鲜、快消为主，客单价低、频次高，有较高的流量价值，同时龙头超市企业深耕供应链领域多年，形成较强的运营壁垒，能给电商企业带来良好的协同作用。投资高鑫零售是阿里输出自己的线上资源，快速往淘宝、天猫平台引流的最有效手段。

■ **高鑫零售为何站队阿里？快消品线上线下融合背景下的最优选择。**我们认为高鑫零售选择阿里联姻，主要有以下几点考量：（1）公司业绩表现稳健，但瓶颈凸显，急需寻求业绩增量新突破。总体来说：公司收入端基本保持稳健，由于投资自营电商平台不达预期，2015年利润端出现严重下滑，目前增速回升企稳。从费用端来看，整体运营成本走高，主要是员工薪酬费用率增加所致。2018H1同店收入增速跌幅扩大系家电销售低于预期影响，预计与苏宁合作落地后将得到大幅改善。同店增速不佳，公司开店速度也相应放缓，账面现金充沛且逐年增加，资本开支却逐渐收缩。2017年资本开支仅为当期经营性现金的1/3左右，显示出公司目前步入扩张放缓阶段，急需寻找新的收入和利润增长的突破口。（2）自营线上平台飞牛网连续亏损，对标京东+沃尔玛来看选择与电商平台合作是最优模式。由于缺乏互联网基因，公司自营电商平台连续三年亏损，APP用户的转化率、留存率和复购率都非常低。对标较早合作的京东和沃尔玛来看，电商赋能实体零售，重构供应链、打造前置仓的模式初见成效，故而选择阿里打通线上业务效率最高、成本最低。（3）电商巨头抢夺线下资源，零售行业步入“拼爹”时代。目前超市行业已经基本完成站队，形成阿里系和腾京系对垒的竞争格局，改变了整个零售行业的生态，线上线下双线并行发展已经成为高鑫零售必须要做的转型。

■ **左手阿里右手苏宁，高鑫零售打造新零售标杆。**2017年11月阿里入股高鑫零售以来，二者在新零售业务上进行了一系列探索，主要有：（1）门店

数字化改造，主要集中在：会员打通、库存打通和支付打通。(2)改造后的百家门店上线淘鲜达，发力生鲜业务，覆盖以门店为中心三公里以内的线上交易(3)苏宁易购进驻大润发，重新定义大卖场内3C家电的销售，截至2018年9月，全国399家大润发苏宁易购专区完成改造全部开业，覆盖超100家城市。818购物节当天，全国近300家大润发店内苏宁易购专区当日销售额突破1亿。(4)引进淘宝心选改变大卖场门店老旧的形象，满足年轻消费群体的需求。(5)与盒马鲜生联手孵化中型社区超市盒小马，渗透三四线市场。除此以外，公司还培育了诸如莱碧进口美妆店、精品超市、飞牛便利店、欧尚一分钟无人购物超市等新业态，不断拓宽渠道、触及新的客户群。

- **风险提示事件：**(1)宏观经济增长放缓，居民消费疲软，板块高弹性下系统性风险较大；(2)高鑫零售线上业务发展不及预期，整体业绩释放拐点还未出现(3)阿里巴巴和大润发公司管理层对转型战略未达成统一，新零售发展进程缓慢。

## 内容目录

<b>高鑫零售为何获阿里青睐？品牌、门店和供应链资源何为阿里最看重的？</b> .....	<b>4</b>
深耕大卖场二十年，品牌知名度深入人心 .....	4
获阿里战略投资，加速新零售落地 .....	4
高鑫零售门店遍布全国，三四线城市包围一二线城市 .....	5
高鑫零售在国内超市行业规模最大，具备品牌和规模效应 .....	7
阿里：GMV 增速不断收窄，线上流量红利见顶 .....	8
<b>高鑫零售为何站队阿里？快消品线上线下游融合背景下的最优选择</b> .....	<b>10</b>
业绩表现稳健，瓶颈凸显，寻求业绩增量新突破 .....	10
自营线上平台飞牛网连续亏损，对标京东+沃尔玛看电商赋能实体零售 ...	15
电商巨头抢夺线下资源，零售行业步入“拼爹”时代 .....	17
<b>左手阿里右手苏宁，高鑫零售打造新零售标杆</b> .....	<b>18</b>
门店数字化改造，天猫供应链合并，盒马联采 .....	18
淘鲜达：发力生鲜业务，大润发百家门店上线“淘鲜达” .....	19
重新定义大卖场之家电类——苏宁大润发店：3C 家电合作效果显著 .....	20
重新定义大卖场之生活百货类——门店上线淘宝心选 .....	21
飞牛网目前转型主攻 B2B 业务 .....	22
培育新业态，触及细分领域的新客群 .....	23
盒小马：与盒马鲜生联手孵化中型社区超市，渗透三四线市场 .....	23
欧尚一分钟：引领无人便利店新潮流 .....	24

## 高鑫零售为何获阿里青睐？品牌、门店和供应链资源何为阿里最看重的？

深耕大卖场二十年，品牌知名度深入人心

- 中国综合规模最大的实体零售商，旗下拥有「欧尚」及「大润发」两大知名品牌。**高鑫零售是拥有大卖场及高增长电商业务的中国领先零售商。集团以「欧尚」及「大润发」两大知名品牌经营大卖场业务。高鑫零售借助国内超过 200 个城市共 400 多间实体店加强其 B2B 及 O2O 业务。高鑫零售未来的发展将着重于重塑综合性大卖场、探索并推行多业态营运模式、以及成为领先的实体数字化创新者及同时拥有多渠道、多业态以及 O2O 及 B2B 业务的新零售典范。

图表 1: 高鑫零售发展历程

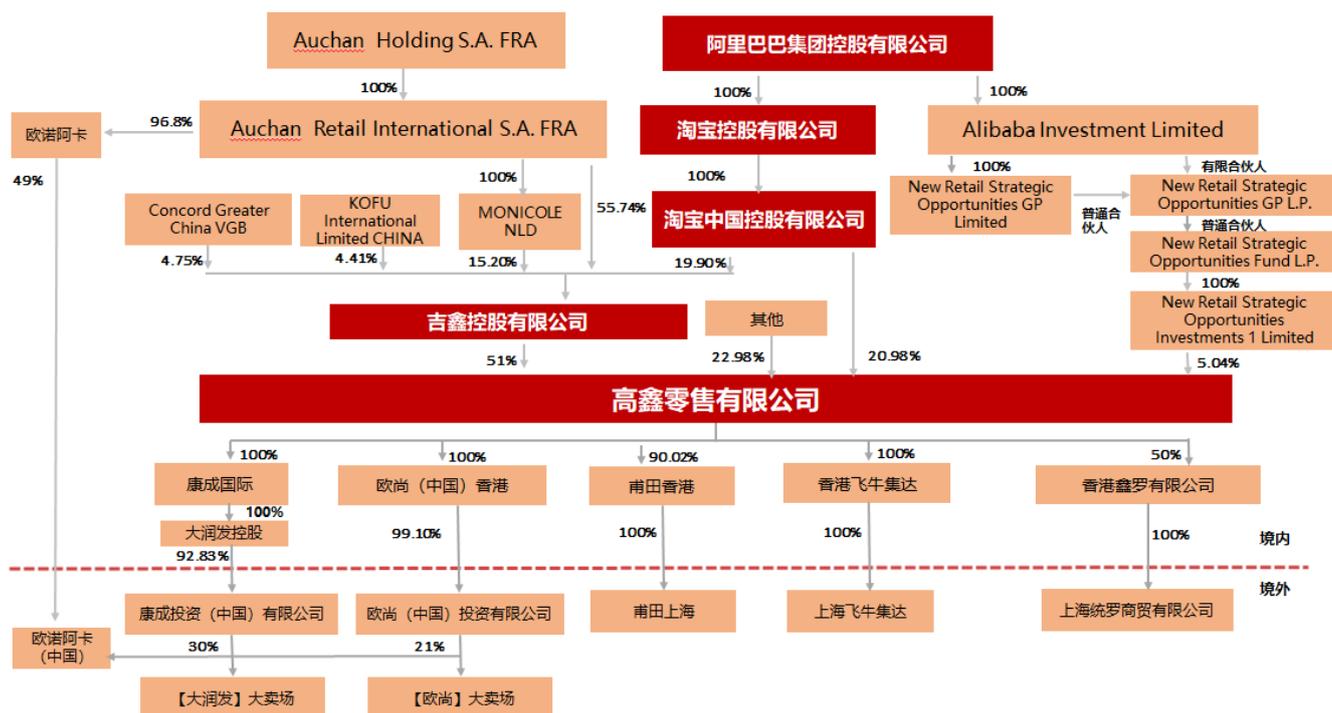
时间	事件
1997-1998	集团以欧尚和大润发两大知名品牌经营大卖场业务，首间大卖场分别于 1998 年和 1999 年在上海开幕。
2000 年	欧尚集团和润泰集团达成合资协议，集团成立于 2000 年 12 月 13 日。
2011 年 7 月	集团在香港上市。
2013 年 12 月	建立电子商务平台飞牛网。
2015 年	集团投资定位于高端消费者的电子商务网站 Fields
2017 年 7 月	推出独立应用程序大润发优鲜，门店 3 公里内 1 小时配送到家，主要涵盖生鲜和快速消费品类。
2017 年 9 月	欧尚在上海推出无人便利店。
2017 年 11 月	阿里巴巴集团、欧尚零售及润泰集团宣布达成战略联盟。阿里巴巴集团直接和间接持有高鑫零售 36.168% 的股份。
2018 年 1 月	天猫超市商品在大润发华东区上架
2018 年 3 月	2 家试点店推出与淘宝合作的 1 小时配送项目淘鲜达

来源：公司官网 中泰证券研究所

获阿里战略投资，加速新零售落地

- 阿里成为高鑫零售第二大股东，与吉鑫控股成为一致行动人。**2017 年 11 月 20 日阿里巴巴集团控股有限公司、Auchan Retail S.A. 及润泰集团宣布结成策略联盟，共同探索中国新零售发展机遇。阿里巴巴投资约 224 亿港元以取得高鑫零售有限公司合计约 36.16% 的直接及间接权益，成为公司实际第二大股东，与吉鑫控股成为一致行动人，共持有公司 71.98% 股份。

图表 2: 高鑫零售股权结构



来源: 公司官网 中泰证券研究所

### 高鑫零售门店遍布全国，三四线城市包围一二线城市

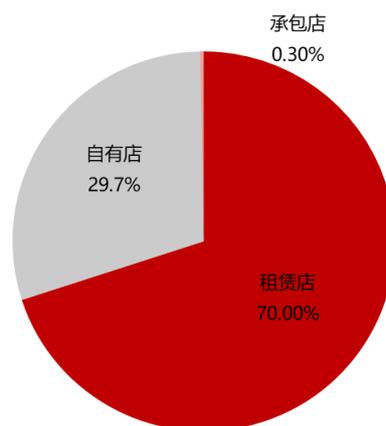
- 公司门店资源丰富，尤其在三四线城市也具有较高渗透率，2018H1 展店速度加快。截至 2018 年上半年，集团在全国共 475 家综合性大卖场，总建筑面积约 1270 万平方米，其中约 70%为租赁门店，29.7%为自有物业门店，0.3%为承包店铺。报告期内公司新开设大润发门店 11 家，欧尚无新开门店。而 2017 年全年欧尚净关店数 1 家，大润发净增加门店数 16 家。从展店情况来看，大润发目前的门店发展状况优于欧尚。目前在建门店 48 家。
- 公司门店遍布 228 座城市，覆盖 29 个省、自治区及直辖市。2018H1 新开门店 5 家位于华东地区，2 家位于华北地区，3 家位于华中，1 家位于华南。经历放缓阶段后，2018H1 展店速度显著加快，进入新一轮扩张期。

图表 3: 高鑫零售门店分布

地区	综合大卖场数				总建筑面积 (平方米)			
	欧尚	大润发	合计	百分比	欧尚	大润发	合计	百分比
华东	51	139	190	40%	2,067,78	3,357,13	5,424,921	43%
华北	5	44	49	10%	151,064	1,089,86	1,240,932	10%
东北	1	49	50	11%	32,033	1,361,42	1,393,461	11%
华南	5	80	85	18%	124,523	1,956,20	2,080,727	16%
华中	10	65	75	16%	293,766	1,618,64	1,912,407	15%
华西	5	18	23	5%	223,839	426,148	649,987	5%
合计	77	395	472	100%	2,893,01	9,809,42	12,702,435	100%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

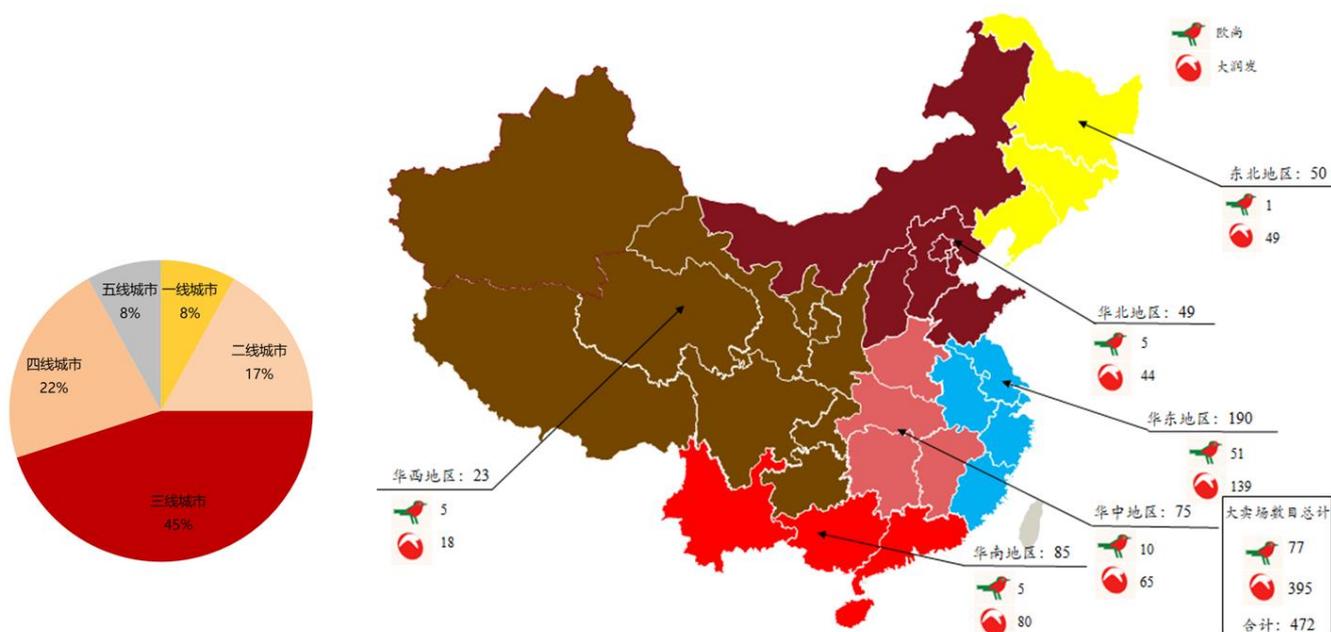
图表 4: 自有店、租赁店占比 (按面积)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 公司门店资源丰富, 尤其在三四线城市也具有较高渗透率。**从整体门店区域分布来看: 约 8% 位于一线城市, 17% 位于二线城市, 45% 位于三线城市, 22% 位于四线城市, 8% 位于五线城市。公司在门店布局上采取“农村包围城市”的战略, 渠道下沉三四线城市。根据国家统计局公布的数据: 农村居民消费增速持续高于城镇居民, 低线城市的密集布局使得公司可以充分受益于低线城市居民可支配收入增长带来的消费升级。

图表 5: 高鑫零售门店区域分布



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 行业重构升级中, 实体商超的门店资产发挥多重职能, 有效为线上引流。**随着渠道重要性的凸显, 实体门店在零售行业变革过程中的职能也在升级, 主要体现在三点: (1) 作为 O2O 平台用户的配送中心、前置仓, 提供“三公里 1 小时送达”的配送以及线下购物体验的服务 (2) 大卖

场门店可以作为轻资产业态门店（如便利店“盒小马”、无人售货柜“欧尚一分钟”）的母店，形成联动，有效覆盖更多客群（3）与线上合作伙伴共享库存。

- 凯度消费者指数的研究发现，在快速消费品领域，只有 10% 的消费者既是高鑫集团的消费者，也是淘系的消费者（天猫+淘宝），因此合作对于二者来说都是进入新市场的捷径。高鑫零售拥有丰富的线下门店资源，尤其是在三四线城市的渗透率非常高，拿地的议价能力强。盒马鲜生是阿里对线下输出的载体，但目前也仅仅集中在一线城市布局，故而投资高鑫零售是阿里输出自己的线上资源，快速往淘宝、天猫平台引流的最有效手段。

**图表 6：高鑫零售实体门店在“新零售”中的职能和价值**

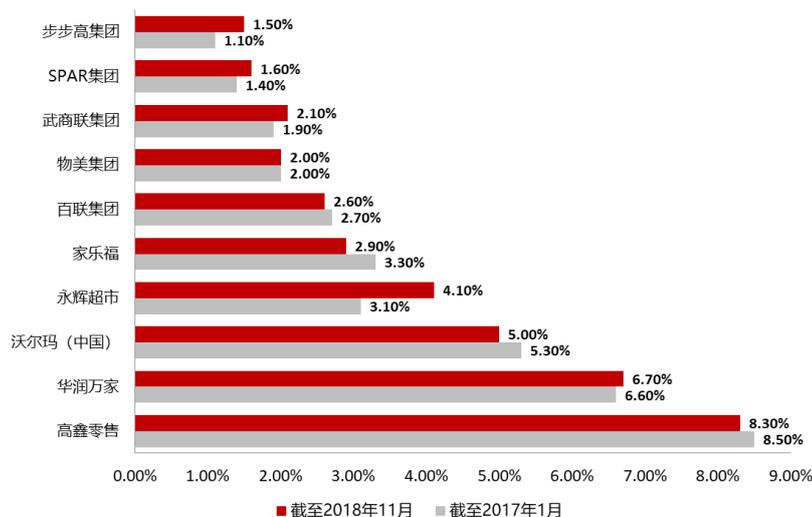
O2O平台用户的配送中心、前置仓	便利店、无人商超的母店	与线上合作伙伴库存共享
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 以实体门店为核心，结合电商的配送服务，实现门店3公里范围内一小时送达</li> <li>• 顾客既能拥有线上购物的便捷，也可以有线下购物的体验和服务，线上线下场景打通。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2017年推出的无人售货柜“欧尚一分钟”开在欧尚门店周围三公里，依托欧尚大卖场的资源实现即时补货。</li> <li>• 未来与盒马鲜生合开的便利店业态“盒小马”未来也可与大卖场门店形成联动</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 门店合作的核心是供应链和库存体系的打通</li> <li>• 大润发目前在尝试先与淘鲜达打通库存体系，未来将实现与阿里所有交易数据的共享，打通与天猫超市的库存。</li> </ul>

来源：公司公告 中泰证券研究所

### 高鑫零售在国内超市行业规模最大，具备品牌和规模效应

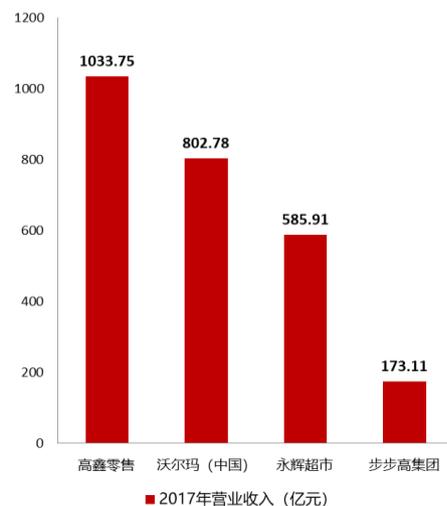
- **高鑫零售营收规模略有下降，但仍然是国内超市行业第一。**零售企业的规模效应是其发展的重要护城河，高鑫零售作为国内超市行业规模最大的公司，其与阿里的强强联手无疑是业内最受关注的合作之一。根据凯度消费数据，截至 2018 年 11 月高鑫零售的市占率为 8.3%，相比两年前的 8.5%略有下降，但仍然维持了行业第一的规模。永辉超市近两年的市占率提升较快，从 2017 年 1 月的 3.1%提升到 2018 年 11 月的 4.1%。家乐福、沃尔玛等老牌外资超市企业在中国的经营状况略显低迷，市占率下降，而优质本土民营商超，譬如永辉、步步高，市占率稳步提升。

图表 7: 全国十大零售商市场份额占比



来源: KANTAR Worldpanel 中泰证券研究所

图表 8: 重点超市规模(亿元)比较

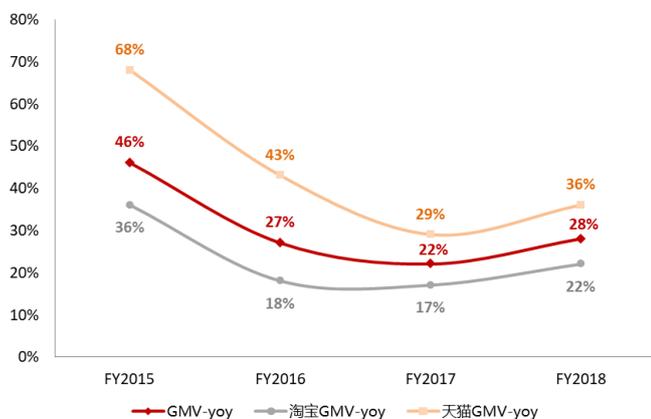


来源: 公司公告 中泰证券研究所

### 阿里: GMV 增速不断收窄, 线上流量红利见顶

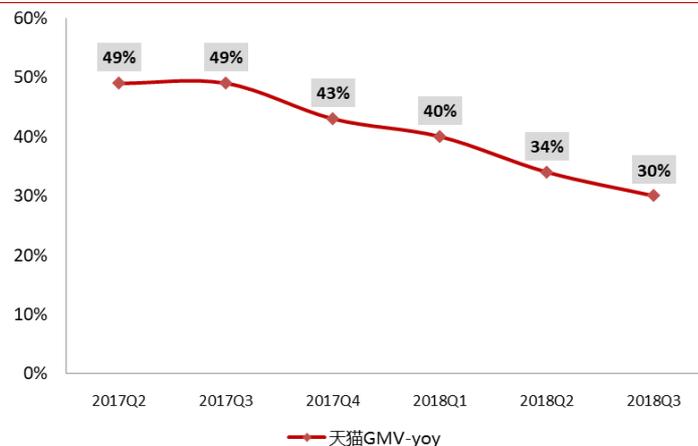
- 阿里 2018 年二季报调低全年增速预期。**据阿里巴巴 2018 年二季度财报披露: 季度营收同比增长 54% (核心商务营业收入同比增长 56%), 低于一致预期。同时阿里宣布将 2019 财年的营业收入指引从“同比增长 60%”调低至“同比增长 50-53%”, 或预示着未来电商增速将进入放缓阶段。天猫实体商品 GMV 的增速近期一直呈现下降趋势: 2018Q1 同比增长 40%, 2018Q2 仅同比增长 34%, 2018Q3 进一步降低至 30% (去年同期增长 49%)。基于目前的经济形势, 未来几个季度 GMV 增速或将继续趋缓。

图表 9: 阿里巴巴 GMV 增速



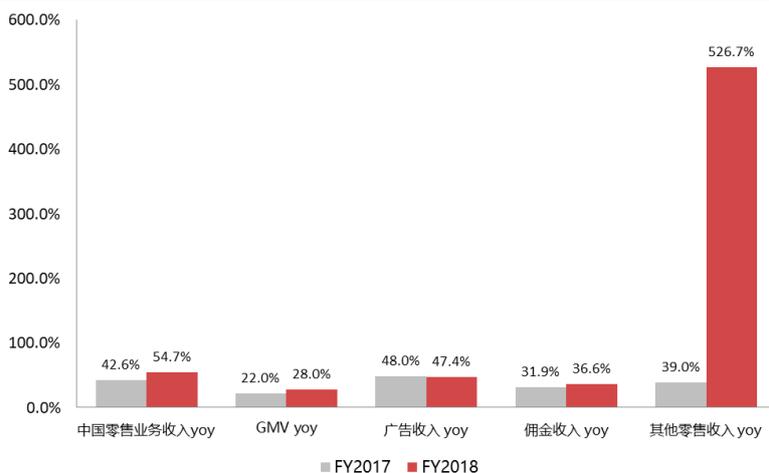
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 10: 天猫 GMV 增速(季度)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 11: 阿里巴巴 FY2017/FY2018 各项收入增速**

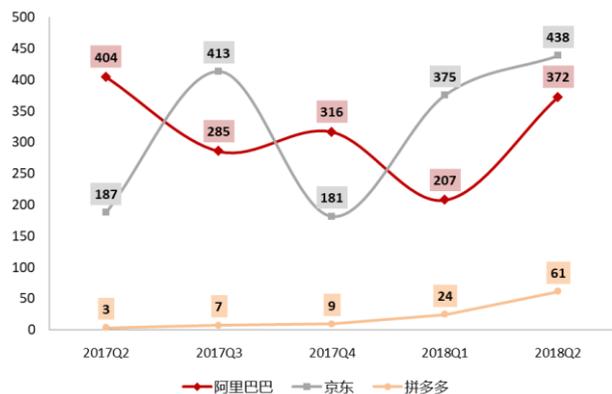


来源: 公司公告 中泰证券研究所

■ **获客成本不断走高, 阿里寻求线下流量入口势在必行。**随着电商行业渗透率提升, 线上获客成本不断走高, 电商企业线上流量红利逐步见顶。据测算截至 2018Q2, 京东的获客成本已经达到到 438 元, 而去年同期获客成本为 187 元; 拼多多在过去一年里获客成本也由 3 元增加到 61 元, 而与此同时线下渠道的获客成本基本保持稳定。获客成本的提高导致电商企业用户规模增速放缓, 互联网电商企业急需开拓新的规模和利润增长点。

2017 年全国社会零售总额 36.6 万亿, 其中网上实物商品销售额 5.5 万亿, 占比仅 15%。虽然近年来线上零售额占比不断提高, 广阔的线下市场仍然占据超过八成的市场份额, 电商企业开始逐步尝试新流量的获取渠道往线下转移, 探索线上线下的深度融合, 线下零售的流量价值得以重估。超市售卖商品以生鲜、快消为主, 客单价低、频次高, 有较高的流量价值, 同时龙头超市企业深耕供应链领域多年, 形成较强的运营壁垒, 能给电商企业带来良好的协同作用。作为国内超市企业规模第一的高鑫零售, 具备优越的线下资源, 被阿里纳入其“新零售”联盟是强强联合、势在必行。

**图表 12: 线上获客成本持续走高**



来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 13: 社会消费品零售总额及实物商品线上零售额占比**



来源: 国家统计局 中泰证券研究所

## 高鑫零售为何站队阿里？快消品线上线下融合背景下的最优选择

业绩表现稳健，瓶颈凸显，寻求业绩增量新突破

- 与阿里合作红利还未释放，2018 年中期业绩同比基本持平。2017 年公司实现总营收 1033.75 亿元，同比增速 5.13%，主营业务收入 1023.20 亿元(货品销售收入 987.75 亿元,租金收入 35.45 亿元),同比增速 1.9%。2018H1 实现主营业务收入 540.60 亿元，同比下滑 0.04%。2017 年公司实现净利润 30.20 亿元，同比增速 14.9%；2018H1 实现净利润 19.14 亿元，同比增速 0.8%。

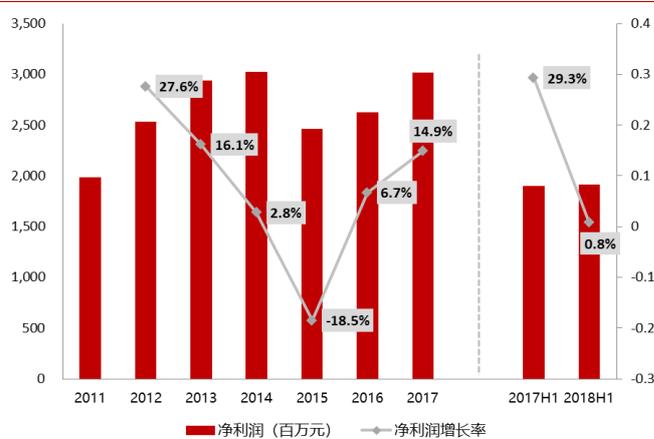
2013-2016 年公司收入端增速呈现逐渐下滑趋势，预计随着与阿里合作的推进，未来线上收入的增量值得期待。利润端在 2011-2015 年期间逐年下滑，在 2015 年出现负增长，主要原因是公司对电商拼台“烧钱”式的投入以及员工薪酬的调整使得整体运营成本的提高。2015 年公司运营成本增长 12.6%，其中因电商等业务发展需要和人员薪资普调，2015 年员工薪资福利总额 71.81 亿，仅人事费用一项就增加了 9.83 亿，远高于营业收入 5%的增幅。同年，飞牛网亏损 1.7 亿，公司同时还斥资 1.03 亿元收购高端生鲜食品电商莆田网 57.25%的股份，同时开发了面对大学生消费人群的移动 O2O 平台“校呵呵”。

图表 14: 高鑫零售主营业务收入 (百万元) 及增速



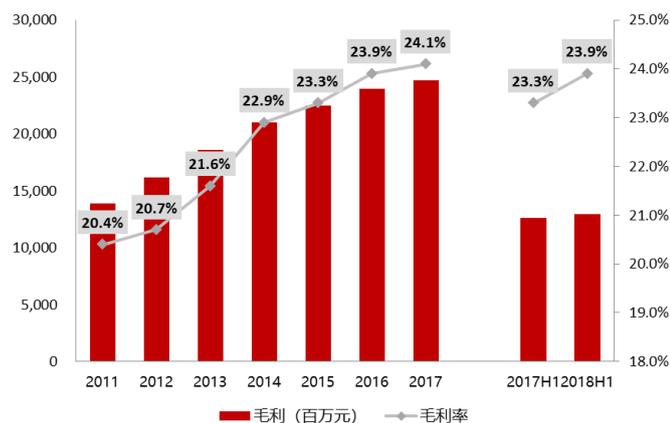
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 15: 高鑫零售净利润 (百万元) 及增速

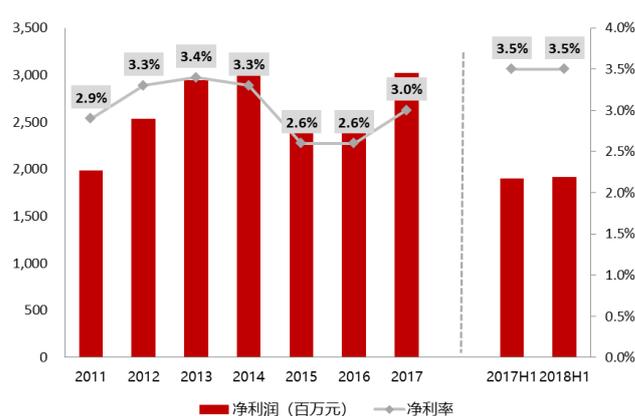


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 毛利率稳中有升，净利率经历严重下滑后出现回升。2017 年公司毛利率 24.1%，较上年提升 0.2pct，较 2011 年 (20.4%) 提升 3.5pct，毛利率的提升主要得益于规模效应的显现使得对上游议价能力的提高。2018H1 公司实现毛利率 23.9%，较同期增长 0.5pct。2017 年公司实现净利率 3.0%，较 2016 年提升 0.4pct；2018H1 公司实现净利率 3.5%，与 2017H1 持平。

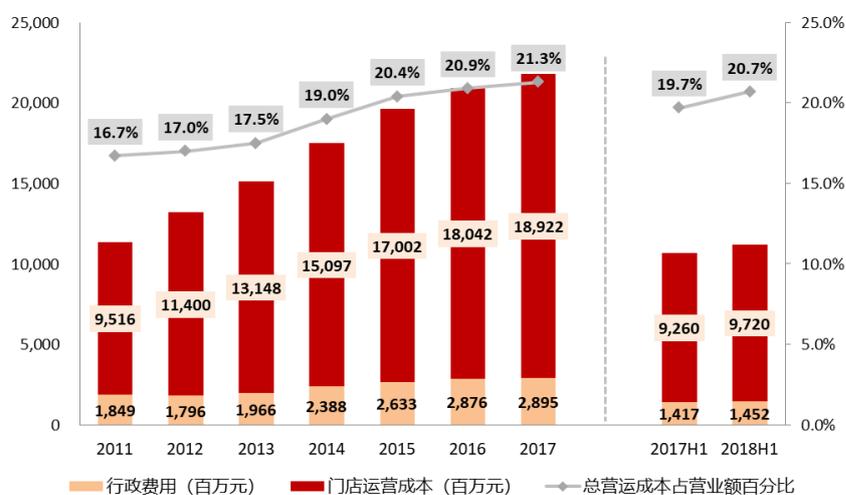
**图表 16: 高鑫零售毛利 (百万元) 及毛利率**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

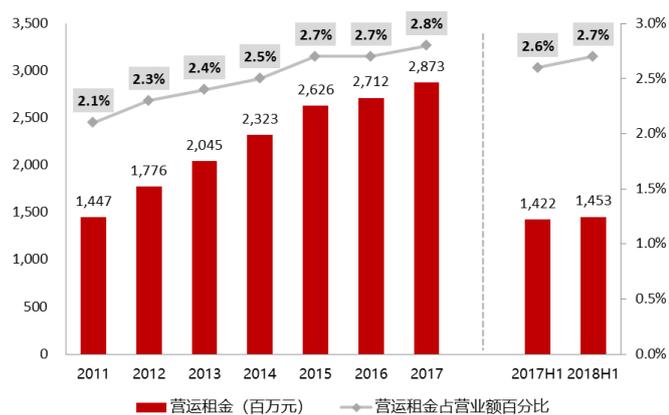
**图表 17: 高鑫零售净利润 (百万元) 及净利率**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

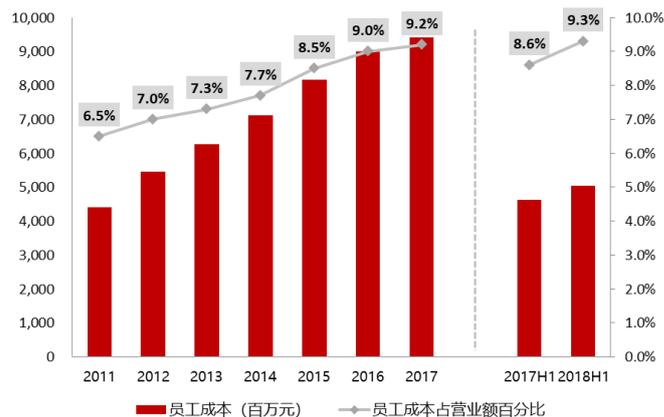
- 营运成本持续走高, 人工费用率上升显著。** 门店营运成本指有关门店及电子商务平台营运的成本, 主要包括员工开支、租金、水电等, 连同土地使用权的摊销以及物业、设备的折旧。2017 年公司的门店营运成本为 189.22 亿元, 较 2016 年上涨 4.9%。该增加主要是由于门店扩张以及电子商务平台发展所致。

**图表 18: 高鑫零售总运营成本 (百万元)**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 19: 高鑫零售租金 (百万元) 及租金费用率**


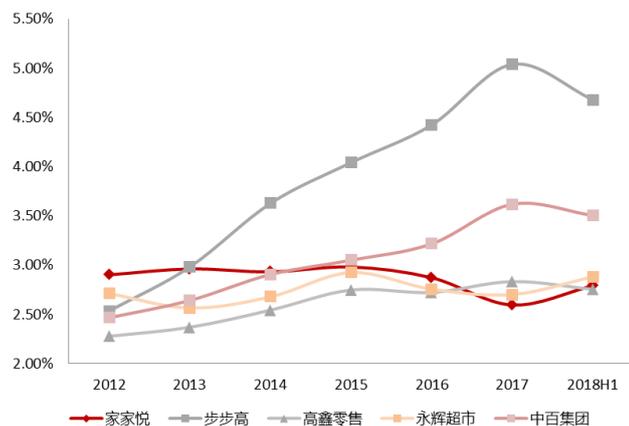
来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 20: 高鑫零售员工成本 (百万元) 及人工费用率**


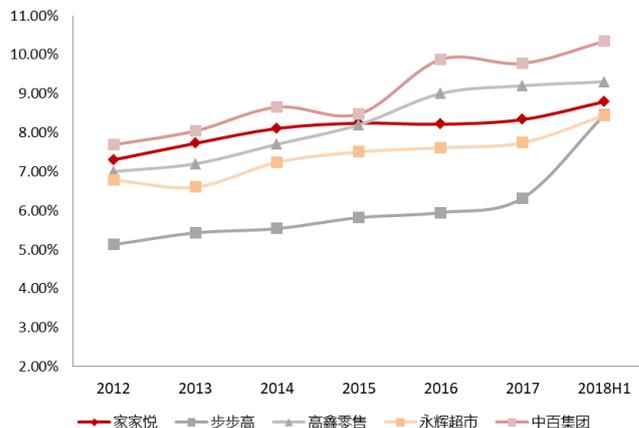
来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 与同行超市比较, 高鑫零售租金费用率处于较低水平, 员工薪酬费用率较高。2017 年末公司的租金费用率为 2.8%, 2018H1 为 2.7%, 与前几年相比基本持平, 与同行业相比处于较低水平, 主要由于公司的大卖场门店主要分布在二三线城市, 土地租金较低, 且公司规模效应凸显, 故而拿地议价能力突出。

公司的员工薪酬费用率呈现逐年增加的趋势, 2015/2016/2017 年分别为 8.5%/9.0%/9.2%。2015 年后公司开始发展电商业务, 因此员工薪酬费用率增长较明显。总体来说, 考虑到高鑫零售高于同业的销售规模、更广泛的区域布局使其运营管理半径更大, 员工薪酬费用率处于合理水平。

**图表 21: 超市企业租金费用率比较**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 22: 超市企业员工薪酬费用率比较**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 同店收入增速跌幅扩大系家电销售低于预期影响, 预计与苏宁合作落地后将得到大幅改善, 展店速度显著放缓。2018H1, 高鑫零售同店销售增长为 -1.56%, 去年同期为 -0.9%, 今年同店销售较去年同期跌幅继续扩大。同店销售跌幅主要由于家电商品销售表现衰退, 但这个情况将随着公司与苏宁合作后得到改善。今年六月底, 大润发与苏宁易购达成战略合作, 将联手加强在大润发门店的家电产品供应, 大润发多家门店预计将于九月底前完成改造。

- 同店不景气，公司门店扩张也谨慎了几分，展店速度持续放缓。2013-2017 年公司净新开门店数分别为 50/49/37/37/15 家，同时 2013-2017 年由于经营状况不佳而关闭的店数分别为 0/0/1/1/3，略有提高。

**图表 23: 高鑫零售历年开店情况**

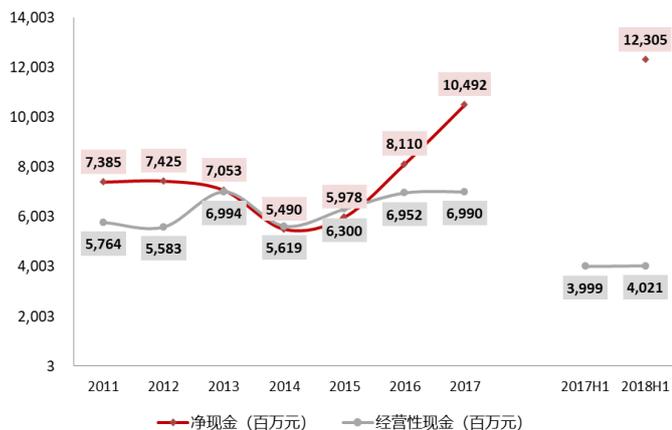
	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1
年末门店数	323	372	409	421	446	446	461	472
新开门店数	50	49	38	12	38	2	18	11
欧尚	5	9	6	1	5	0	1	0
大润发	45	40	32	11	33	2	17	11
闭店数	0	0	1	0	1	3	3	0
净新开门店数	50	49	37	12	37	0	15	11

来源：公司公告 中泰证券研究所

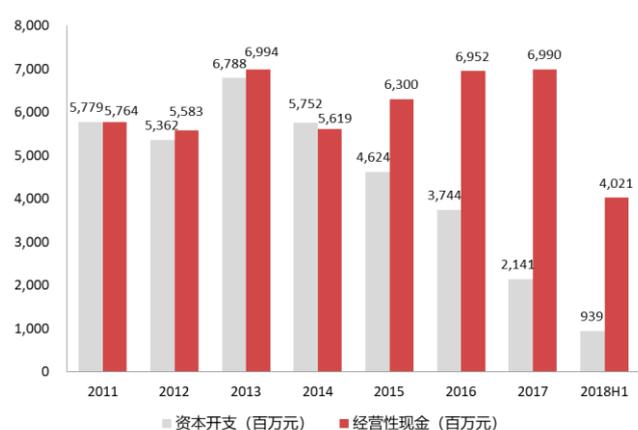
**图表 24: 高鑫零售同店收入增速**


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 现金充沛，资本开支近几年逐年减少。2017 年公司实现经营性现金 69.9 亿元，账面净现金 104.92 亿元，2018H1 公司实现经营性现金 40.21 亿元，账面净现金 123.05 亿元；  
公司近几年经营性现金流稳定，账面现金充沛且逐年增加，相比之下公司每年的资本开支在逐渐收缩，2017 年资本开支 21.41 亿元，仅为当期经营性现金的 1/3 左右，显示出公司目前步入扩张放缓阶段，急需寻找新的收入和利润增长的突破口。

**图表 25: 高鑫零售净现金(百万元)及经营性现金(百万元)**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 26: 高鑫零售资本开支(百万元)及经营性现金流**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **应付账款周转天数与同行比较高, 2018H1 出现下降趋势。**2013-17 年高鑫零售应付账款周转天数不断上升, 2017 年达到 94.7 天, 与同行相比处于较高水平, 反映出公司对上游有较强的议价能力。2018H1 出现下降的趋势, 主要原因或是因为生鲜等高周转产品的占比提高、以及与阿里巴巴供应链合作的影响。公司应收账款周转天数 2014-17 年呈上升趋势, 总体处于合理水平。

**图表 27: 超市企业应付账款周转天数比较**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 28: 超市企业应收账款周转天数比较**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

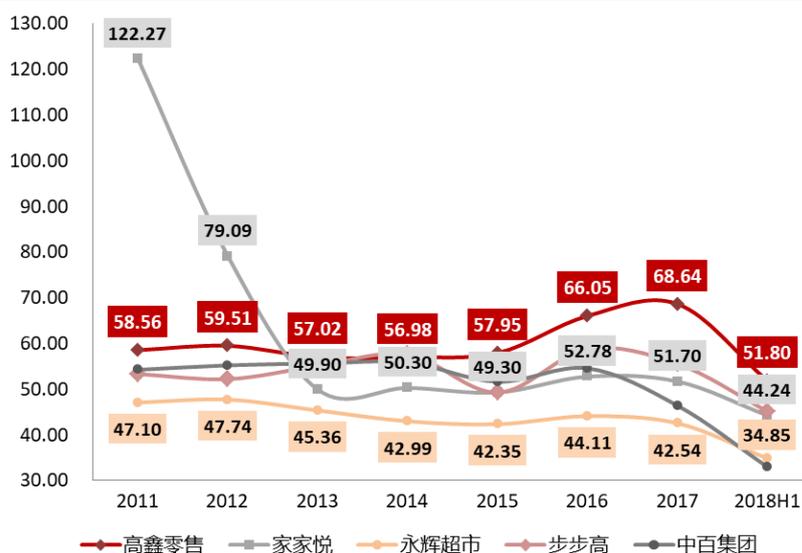
- **存货周转天数与同行比较高, 整体公司的流动资金运营效率较高。**从存货周转效率来看, 高鑫零售与永辉相比不具备优势, 主要取决于大卖场运营特性以及产品品类差别——生鲜占比较高的门店存货周转快于日化消费品占比较高的门店。但是从整体的现金循环周期来看, 由于高鑫零售应付账款周转天数较长, 使得上下游的资金整体会留在本公司账面上更长的时间, 故而公司流动资金的运营效率高, 现金的利用率较高。

图表 29: 高鑫零售净现金 (百万元) 及经营性现金 (百万元)

公司名称	存货周转天数	应收账款周转天数	应付账款周转天数	现金循环周期 = 存货周转天数 + 应收账款周转天数 - 应付账款周转天数
高鑫零售	68.64	1.75	94.7	-24.31
永辉超市	42.54	4.51	54.67	-7.62
家家悦	51.7	0.45	59.68	-7.53
步步高	55.55	2.18	71.18	-13.45
中百集团	46.4	1.77	54.57	-6.4

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 30: 超市企业存货周转天数比较



来源: 公司公告 中泰证券研究所

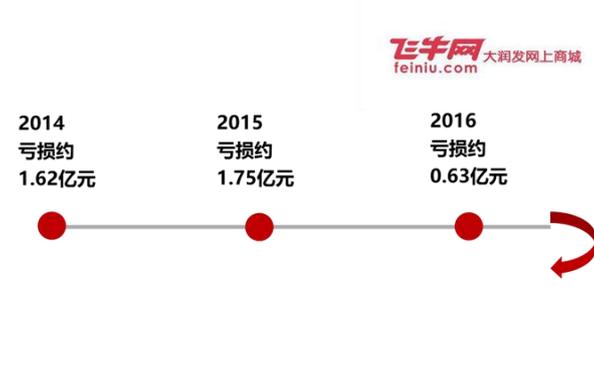
### 自营线上平台飞牛网连续亏损, 对标京东+沃尔玛看电商赋能实体零售

- 飞牛网持续亏损, 线上业务接入阿里平台成为最优选择。** 在联姻阿里之前, 高鑫零售独立运营飞牛网发展其电商业务, 平台连续三年亏损, 显示出公司自营电商业务的力不从心。飞牛创立时拥有母公司强大的资本优势, 以及优越的零售资源供应链, B2B、O2O、生鲜电商等新零售业务皆有涉及, 同时仿照盒马鲜生创立国飞牛优鲜, 拥有独立 APP, 在其配送范围内可以实现 1 小时速达, 但是连续五年投资数十亿依然惨遭失败。深层次的原因还是公司缺少互联网基因, 无法基于数据提供用户的精准画像, 同时优化服务, 故而造成 APP 用户的转化率、留存率、复购率都非常低。

对标更早入驻京东到家的沃尔玛来看: 2016 年末, 截至 2017 年 10 月, 沃尔玛在京东到家的 GMV 较去年同期增长超过 30 倍, 成为京东到家平

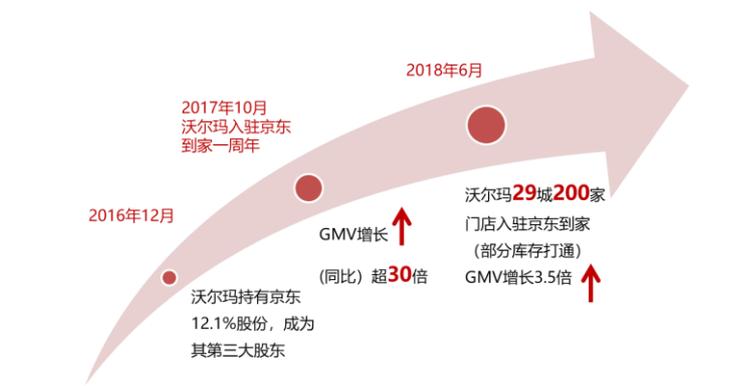
台上增长速度最快的商家之一。截至2018年6月底，京东已与29个城市的约180家沃尔玛门店实现部分商品的库存打通，全国已有30个城市的200家沃尔玛门店入驻京东到家平台，为消费者提供1小时送达服务，且沃尔玛在京东到家平台上的销售额达到去年同期的3.5倍。

图表 31: 飞牛网连续三年亏损



来源: 亿邦动力网 中泰证券研究所

图表 32: 沃尔玛入驻京东到家后 GMV 增速显著



来源: 亿邦动力网 中泰证券研究所

- 京东到家为沃尔玛提供了完整的门店线上化升级的解决方案: (1) 店内增设全品类数字化拣货区, 满足店员一站式完成订单接收、拣货、交付快递的全部流程, 所有环节数字化管理, 大大缩短了拣货路径, 提高了配送效率。(2) 京东和沃尔玛联合构建了仓配一体化的“云仓”, 开设在沃尔玛门店未能覆盖的区域, 由沃尔玛门店直接供货补货, 京东到家则为云仓附近 3 公里的消费者提供 1 小时送达服务。云仓的构建使得沃尔玛能够获得更多的线上客户, 目前全国已建有十余家。

对比京东到家+沃尔玛合作后的成效来看, 选择电商平台赋能发展实体零售的线上业务, 比起自营电商业务效率更高、成本更低。预计与阿里合作后, 线上业务会成为高鑫零售发展的重要转折点, 同店收入增速及坪效不断下滑的趋势或将扭转。

图表 33: 沃尔玛和京东打造线上线下场景融合案例



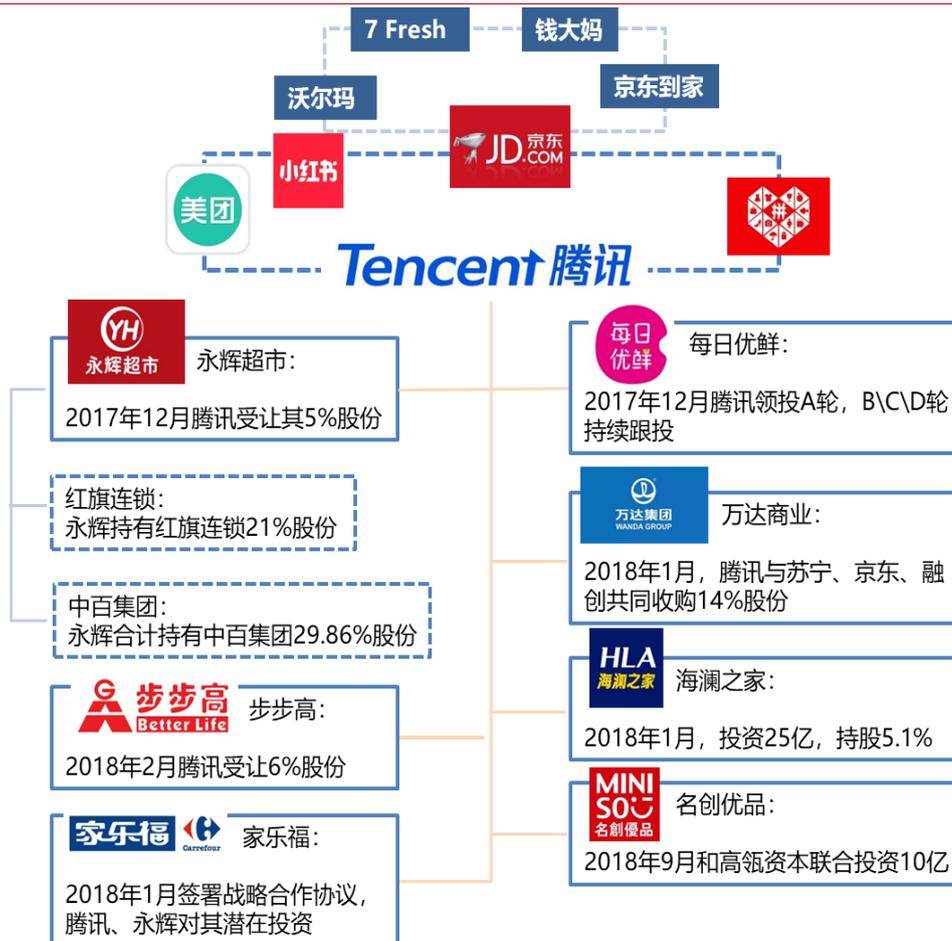
来源: 《中国零售商超全渠道融合发展年度报告》 艾瑞咨询 中泰证券研究所

电商巨头抢夺线下资源，零售行业步入“拼爹”时代

- 实体零售企业在接入赋能平台时，愈发看重阿里系、腾讯系带来的资源整合优势。进入新零售时代，阿里、京腾两大阵营不断扩张，传统零售在过去几年的自我变革中已积蓄好力量，围绕人、货、场等核心要素不断升级、优化，量变发展到质变；在电商开启融合时代的大背景下，线上线下合力，本轮洗牌之后，具备全渠道实力的龙头将进一步提升市占率，最终强者恒强。

以商品为例，电商平台可以从多方面为零售商提供助力：(1)大数据选品。譬如京东到家通过分析消费数据，协助全家便利在已上线门店中增加鲜食比例。(2)增强商品差异性。此前，零售企业在门店内为到家服务平台设置前置仓，通常是根据卖场销售排名选择高频商品，甚至部分赋能平台正在通过其链接各大零售商超获得的销售数据，选择该区域畅销商品，而不是局限在门店现有商品结构之中。(3)联合采购优势。从这一点来看，阿里系优势较为明显。包括盒马鲜生、大润发、天猫超市等不同业态，都有可能借助阿里系优势，展开商品联采，占据规模优势，从而提升商品性价比。

图表 34: 超市行业“阿里系”和“腾讯系”格局逐渐成型——京腾系



来源：中泰证券研究所



限：2018年4月1日—2018年12月31，代销协议及其项下拟进行交易的建议年度上限为人民币5亿元。这一合作将使集团得以受益于天猫在线超市的广大客户群，进一步推广集团透过多种在线零售渠道的销售。

**图表 36：大润发&盒马首次联合采购产品**



来源：联商网 中泰证券研究所

**淘鲜达：发力生鲜业务，大润发百家门店上线“淘鲜达”**

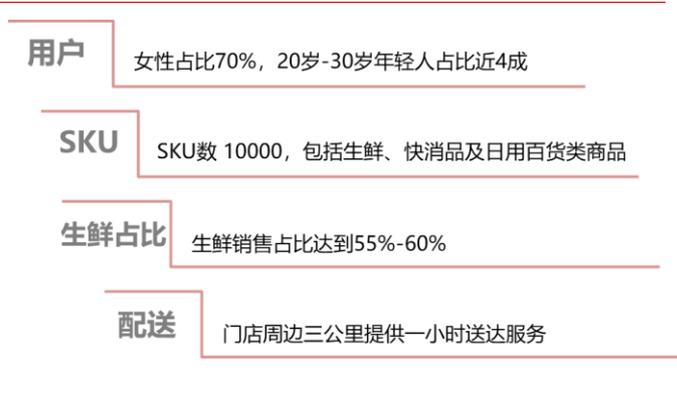
- **弱化飞牛网，接入淘宝“淘鲜达”入口。**大润发在手机淘宝的“淘鲜达”专区上线了一百家门店，类似外卖业务，覆盖以门店为中心三公里以内的线上交易，主打一小时送达，最快半小时，满 29 元免邮。接入手机淘宝“淘鲜达”流量入口两个多月，大润发在该渠道上每个单店的日均线上订单已经达到了 1000 单左右，活动高峰时期可达到 5000 单。上线门店订单量增速飞快，月环比增速能达到约 100%。线上订单的平均客单价是 70 元，略低于线下门店（好奇心研究所）。且线上线下消费者重合度较低：线上主打新鲜便捷，主要针对群体是“今天不想出门”的年轻人；线下主打一站购足，主要针对客群是较年长顾客（通常开车来采购家用）。

**图表 37：大润发、盒小马门店上线淘鲜达**



来源：淘宝 APP 中泰证券研究所

**图表 38：淘鲜达基本情况**



来源：公司公告 中泰证券研究所

**重新定义大卖场之家电类——苏宁大润发店：3C 家电合作效果显著**

- **合作效果显著，参与苏宁 818 购物节单日销量突破一亿。**2018 年 6 月 21 日，大润发与苏宁易购达成战略合作，此后快马加鞭合力出击。7 月始，苏宁易购店陆续进驻大润发，截至 8 月 17 日，大润发已有 300 余家门店完成苏宁易购专区改造。据苏宁易购三季报披露，截至 2018 年 9 月，全国 399 家大润发苏宁易购专区完成改造全部开业，覆盖超 100 座城市（36 氩）。

在家电 3C 专区内，苏宁与大润发打通商品供应链，上线数千余种 SKU 满足消费者个性化需求，以沉浸式消费场景增加顾客购物停留时间。此外，大润发门店还辟出 100 平米左右的小型前置仓作为苏宁易购仓储专区，以供顾客看中商品能即买即取，不必等待调货，大大提高了购物效率，提升了购物体验。

截至 8 月 18 日 21: 30，全国近 300 家大润发店内苏宁易购专区当日销售额突破 1 亿，业绩同比增长近 10 倍。同时，这 300 家苏宁易购专区，在 818 发烧节当天 08: 00-13: 00 开业仅 5 个小时便产生了 4000 万业绩，家电 3C 专区单店平均每小时销售额达 28 万余元，营业额再创新高，破单店单日业绩历史记录。

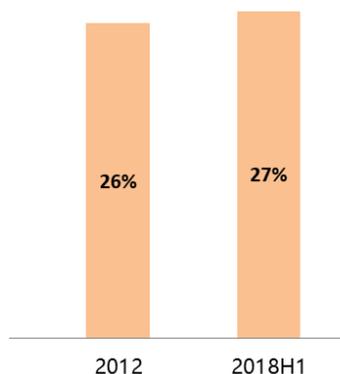
**图表 39: 苏宁大润发门店布局**



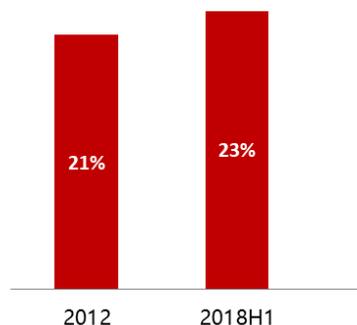
来源：人民网 中泰证券研究所

- **苏宁大润发合作背后的逻辑：线下场景在家电消费中占比 7 成，仍然是家电销售主要渠道。**对于传统零售企业，场景是非常重要的环节，苏宁每年增加 200 多家门店，目前总量已经突破 5000 家直营店，加上大润发 400 多家门店的介入，对于苏宁而言，首先是获得了场景的扩大。根据 Euromonitor 数据显示：2017 年中国家电市场规模为 7440 亿元，同比增长 13.3%。其中线下渠道是消费升级的主力渠道，以传统家电为例，根据 GfK 监测数据显示，2018H1 线下市场零售额比重达到 70%。高端消费人群注重产品的体验、设计，因此在构建体验场景上，线下市场相对线上市场更具有先天的优势。而全渠道中高端产品销售一直在不

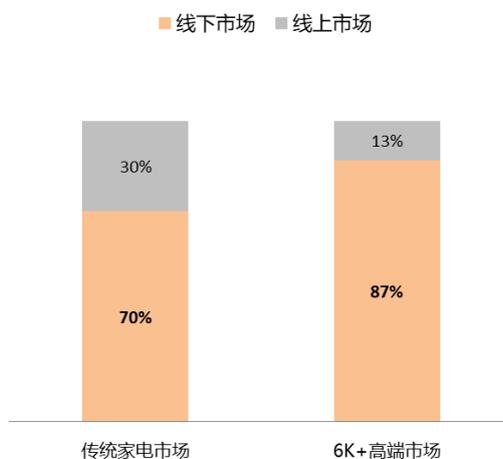
断攀升，如果关注 6000 元以上主要传统家电产品的高端消费需求，高端产品线下市场零售额比重高达 87%。消费升级趋势在过去几年一直持续，主要家电产品中 6000 元以上的高端产品的零售额份额贡献占比已经从 2012 年的 21% 提升到目前的 23%，全渠道零售商如苏宁，高端产品在其自身的贡献已经高达 27%，是推动消费升级的重要渠道。

**图表 40: 苏宁 6K+ 家电占自身比重**


来源: GFK 中泰证券研究所

**图表 41: 6K+ 家电市场比重**


来源: GFK 中泰证券研究所

**图表 42: 传统家电市场及 6K+ 高端市场线下销售占比**


来源: GFK 中泰证券研究所

### 重新定义大卖场之生活百货类——门店上线淘宝心选

- 引进淘宝心选改变大卖场门店老旧的形象，满足年轻消费群体的需求。** 淘宝心选是阿里自有品牌销售平台，2017 年年中开始线上试运营。产品主打去品牌化、高功能性以及性冷淡风设计。心选的用户群主要针对的是 25-35 岁购买能力较强的年轻人，女性用户占 6 成。近几年，大润发受到很多“门店老旧、商品陈列无新意”的质疑，引进淘宝心选是大卖场对生活百货商品的调整和升级。首店于 2018 年 6 月 28 日在上海大润发杨浦店正式营业，面积超过 200 平方米，欧尚首店也

于8月底开业,未来大润发门店还将引进更多高性价比的自有品牌商品,满足消费升级带来的更多新需求。

淘宝心选走的是平台“数造”新品牌的精准电商的模式,通过对消费人群、消费场景的洞察和预见性消费行为分析,联系厂家、设计师进行众创式商品开发,把一些 ODM 工厂拉上了发展的快车道。

**图表 43: 大润发门店设有淘宝心选购物区域**



来源: 亿邦动力网 中泰证券研究所

**图表 44: 淘宝心选商品主打去品牌化、高功能性、性冷淡风设计**



来源: 亿邦动力网 中泰证券研究所

### 飞牛网目前转型主攻 B2B 业务

- **转型后的飞牛网成为上游供货和供应链的输出平台。**飞牛网的 B2B 业务包括三块: 1、上游供货: 大润发的供应链服务中小超市, 输出品质好、价格优的商品。2、推飞牛便利店: 飞牛 e 路发在供货之外, 往前延伸一步“赋能小店”, 打通终端门店渠道, 推出由大润发门店来负责供货、业务辅导, 及统一形象的“飞牛便利店”。3、投资方式输出供应链: 近两三年, 大润发先后投资校呵呵、发到家, 与中石化易捷、易居中国的实惠网等战略合作, 这些或布局校园, 或社区, 或加油站, 或工厂等特殊渠道终端, 都纳入了大润发的供货体系。大润发飞牛成为 B2b2C 的解决方案提供者, 比如: 对于校园、工厂及社区, 飞牛网投资的校呵呵团队就会通过发到家模式来推动各个渠道的小店整合。

**图表 45: 飞牛网发展转型过程**



来源: 中泰证券研究所

**培育新业态，触及细分领域的新客群**

- **飞牛便利。**首家飞牛便利门店由大润发飞牛网于 2017 年 8 月 8 日在浙江嘉兴开设，门店面积 150 平米左右，以生鲜食品、快消品为主，包含 SKU1500 个，售卖咖啡、水果、便当等多品类物品满足社区便利生活。飞牛便利店以大润发做为中央厨房、配货仓，建立以大润发门店为中心覆盖周边 10 公里范围的配送发货模式。目前三四线城市消费能力不断提高，但是连锁便利店在三四线城市的渗透率依然较低，公司可以依托其在三四线城市的门店资源，或可将便利店模式迅速复制到三四线城市，提前抢占市场流量。
- **高端精品超市 RH Lavia 和 Hi Auchan。**欧尚在华首家精品超市位于上海市闵行区龙盛国际商业广场，于 2015 年 12 月开业，营业面积近 5000 平米，共有 2 万多种商品，囊括了蔬果、海产、肉类、牛奶、谷物等新鲜健康的食品及满足时尚潮人小资情怀的酒品、甜食、化妆品、日用品、小家电等家庭生活必需品。与在上海市中心只有一千多平米占地的精品超市 Ole 和城市超市相比，欧尚精品超市更趋向于普通大卖场模式，但与普通大卖场相比，跨境商品的占比更高。
- **美妆店。**莱碧美妆店由高鑫零售与韩国新罗免税店合资开建的进口化妆品专营店。截至 2017 年集团已经分别在上海、苏州、昆山及宁波开出 5 家 LLABEAU 莱碧美妆店，店铺面积 60-160 平米，主要选址在欧尚、大润发购物中心。莱碧的进货渠道一是从中国代理商进货、二是借助新罗免税店的资源支撑，店内大部分商品都是来自韩国的品牌——比如梦妆、伊所爱等等。

**图表 46: 飞牛便利店**


来源：联商网 中泰证券研究所

**图表 47: 莱碧美妆店**


来源：联商网 中泰证券研究所

**盒小马：与盒马鲜生联手孵化中型社区超市，渗透三四线市场**

- **流量+线下资源的结合，首次联合培育的“盒小马”肩负复合式战略发展任务。**由大润发与盒马鲜生共同投资的新业态“盒小马”首家门店于 2018 年 6 月在苏州率先试运营。截至到 2018 年上半年已开设 2 家，预计 2018 年将开到 25 家。  
盒小马经营面积在 500-3000 平米左右，主打生鲜品类，生鲜面积占比

超过 50%。盒小马将会引入阿里大数据、算法及大润发全国 400 多家门店的商品库按需精选商品。此外，盒小马也是采取店仓合一、线上线下一体化的运营方式。在选品方面，盒小马主要包括的生鲜商品包含蔬菜、冷冻商品、肉类、奶制品以及少量面包和熟食。此外，在盒小马的门店内，设有体育用品并陈设专区。在结算购物上，在现场的购买支付上，门店设有自助收银设备，打开手机淘宝，进入“淘鲜达”便可以直接购买商品。支持门店周边 3 公里配送，1 小时送到家。

大润发具备规范的供应链和运营体系，盒马鲜生具有数字化运营的优势，流量与实力的结合下，盒小马就是双方找到的一个优势放大的交叉点。我们看好相对轻资产的盒小马作为公司外延扩张以及渠道下沉的主力，模式成熟后可以实现快速展店复制。

图表 48: 盒小马门店自助收银处



来源：联商网 中泰证券研究所

图表 49: 盒小马上线“淘鲜达”，可用淘宝直接下单



来源：联商网 中泰证券研究所

### 欧尚一分钟：引领无人便利店新潮流

- **技术引领无人售货新潮流，依托大卖场实现全数字化管理和售卖。**2017 年 9 月在上海市杨浦区推出首间“欧尚 1 分钟”无人收货柜，截至 2018 年上半年已开设 270 个售货柜，计划 2018 年共开设 500 个，遍及江苏省、浙江省、安徽省、四川省及广东省。

“欧尚 1 分钟”为占地 18 平方米的盒子，提供 500 个单品，分布在每间参与门店半径 3 公里的范围内，24 小时营业，所售商品以速食品、零食、饮料和水果为主。相比邻近便利商店，“欧尚 1 分钟”在价格、因地制宜提供不同产品组合、即时补货以及零库存方面更有优势。售货过程实现完全数字化，无人便利店为公司提供接触新客群（即大卖场的目标客户）的机会。

欧尚在无人便利店领域已累积申请了 145 项专利，选择海信作为其技术合作伙伴，海信在无人便利店技术以及流通信息化和自助收银方面具有领先优势。

图表 50: 欧尚与海信联手打造无人售卖便利店



图表 51: 新零售新业态核心经营指标比较

	大润发优鲜	盒马鲜生	苏宁小店	盒小马	永辉生活
模式	大润发线上销售平台+生鲜速达业务	“餐饮+超市”生鲜电商O2O	社区O2O便利店模式	中型社区超市+店仓合一+线上线下一体化	标品生鲜+便利店+线上运营, 生鲜加强型便利店
单店盈利能力	/	1.5年以上门店单店日均销售额超过80万元	成熟门店日均1万元左右	/	日均2万-4万
收入占比	生鲜占比50%	成熟门店线上销售占比超60%	生鲜销售占比30%-40%	生鲜占比50%左右。	生鲜占比近50%
单店面积	/	4000 - 10000平米不等	80-250平方米	定位中型超市, 面积在500-1000平米左右	平均面积200平方米左右
客单价	/	线下120元左右, 线上客单75元左右	/		线下客单平均30-40, 线上客单平均在50-60元
线上销售	日均4000单左右(大润发杨浦店)访客数量的转化率超过40%, 而在线及线下顾客重迭率约为15%	线上订单4000单左右, 线上订单占比超过50%, 营业半年以上的成熟店铺更是可以达到70%, 而且线上商品转化率高达35%	线上订单占总订单数的15%, 目标未来达到50%。	/	来自永辉生活APP、京东到家订单, 以及“扫码购+门店自提”的线上销售占比, 高的门店能达到60-70%, 低则是20% - 35%的占比。2017GMV:线上交易额总计7.3 亿元, 永辉生活店线上交易额占40%。
坪效	数字化改造提升30%	成熟门店超过5万元/平方米/年	目标是通过线上和线下销售额的“1:1”持平来做到两倍坪效。	/	成熟门店5-6万元/平方米/年
服务/覆盖人群	三四线城市/家庭式消费(客单价相比较低)	一二线城市/中高端上班族	解决家庭消费三餐问题的社区店, 解决白领一日三餐的CBD店, 在地铁站和高铁站等大客流地区的大客流店, 无人店	未来布局三四线城市	一二线城市
选址	城市郊区	商业化中心区域	一、二线城市的社区商圈、CBD商务区、大客流区	五公里生活圈	中高档社区周围
配送	全国200个城市, 400家大润发门店周边3公里的顾客均能享受到“大润发优鲜”的配送服务。下单后1小时即达, 最快30分钟即可送达。	周围三公里1小时送达	18元起免配送费, 不满收取三元最快半个小时的极速达, 1个小时之内配送的准时率可以达到98%。	无门槛, 附近3公里的居民能享受“送货上门”的服务, 1小时送达。	三公里内 京东到家
供应链	引入盒马鲜生悬挂链系统, 盒马配送, 最快可实现半小时送达。	智慧物流分拣系统、悬挂供应链系统	快消品与苏宁易购和苏宁超市采购体系共用, 生鲜产品主要来源于易果生鲜, 生鲜销售占比60%。品牌方面, 与多家食品品牌建立开放供应链	引入盒马鲜生全自动悬挂链物流系统	采取直采+前置仓模式与京东到家合作供应链
商品品类	6000-7000个SKU. 生鲜、快速消费品、日用品	6000SKU左右	约3000SKU 常规商品	约8000个SKU。日用品, 体育用品, 小家电等, 生鲜占比50%的SKU。	约800个SKU。水果、蔬菜、肉禽、生鲜、粮油、休闲酒饮、日用百货等
会员数量	注册会员超百万, 活跃会员33万, 活跃会员平均每月购买4次	/	苏宁易购零售体系注册会员数量3.57亿(截止2018/6/30)	与淘鲜达通用	永辉生活App已经覆盖了42个城市、559家门店, 累计注册用户289万

来源: 公司公告 草根调研 公司调研 联商网 中泰证券研究所

- 风险提示事件：（1）宏观经济增长放缓，居民消费疲软，板块高弹性下系统性风险较大；（2）高鑫零售线上业务发展不及预期，整体业绩释放拐点还未出现（3）阿里巴巴和大润发公司管理层对转型战略未达成统一，新零售发展进程缓慢。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。