

## 行业名称

高鑫零售 2018 年业绩公告解读：收入和利润端短期承压，新零售业务发展稳健，预计 2020 年释放红利

评级：增持（维持）

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

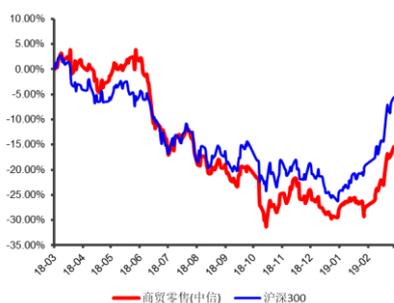
简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
苏宁易购		0.4	1.39	0.21	0.34	27.	7.83	51.8	32.0	买入
新宝股份		0.5	0.62	0.79	1.01	24.	16.3	12.8	10.0	买入
永辉超市		0.1	0.21	0.29	0.38	53.	39.1	28.3	21.6	增持
家家悦		0.6	0.86	1.06	1.24	30.	24.3	19.7	16.8	买入
南极电商		0.3	0.35	0.49	0.66	37.	26.4	18.9	14.0	买入
备注										

## 投资要点

## 基本状况

上市公司数	97
行业总市值(百万元)	811,534
行业流通市值(百万元)	316,498

## 行业-市场走势对比



## 相关报告

1 《超市行业标杆企业研究：高鑫零售，联手阿里定义新零售新玩法》

- **事件：高鑫零售 3 月 3 日发布 2018 年度业绩公告，2018 年全年实现营业收入 993.59 亿元，同比下降 2.9%；净利润为 28.18 亿元，同比减少 6.7% 利润和收入端首次出现双降。**
- **展店速度加快，在建及储备项目充沛，低线城市渗透率较高。**2018 年新开门店数 24 家，均为大润发品牌，闭店数 1 家，年末门店数达到 484 家，其中自有门店占比（按门店数分）23%。除此以外，在建门店 37 家，储备开设大卖场地 55 个。我们认为公司的核心竞争力之一就是对低线市场的渗透率较高。公司 45.7% 位于三线城市，21.7% 位于四线城市。在三四线城市门店的密集分布弥补了盒马鲜生主要在一线城市布局的局限性，随着阿里线上资源的输出，有助于未来快速抢占广阔低线市场的线上线下流量。
- **营收盈利双降，毛利率提升较显著，人力费用率上升较明显。**2018 年公司收入和利润同比分别下降 2.9%/6.7%。货品销售收入的减少受到与苏宁签订的关于家电销售的协议影响：门店的家电部门于 2018 年 8 月交由苏宁运营，并向苏宁收取佣金费用。利润端收缩主要由于投资 O2O 业务导致的运营成本的增加。2018 年全年运营成本 198.15 亿元，同比增加 4.7% 从费用拆分来看，租金费用率基本与上年度持平，人力费用率增加 0.9pct。目前集团正在整合欧尚和润发的业务，长期来看欧尚毛利率将提升约 2-3 个百分点和大润发持平，同时中后台的统筹运营节省的重叠成本空间较大。
- **同店进一步下滑，线上业务的发展预计未来将会有拉动作用。**2018 年公司同店收入增速进一步下滑至 -1.72%，较 2017 年（-0.26%）下降 1.46pct。同店下滑的压力主要来自于线下，尤其在纺织和百货等品类受到的冲击较大。线上业务目前对可比门店的同店增长的贡献率大约为 6%-7%，且正在稳步增长。目前淘鲜达业务在门店的日均订单达到 500 单，2019 年计划翻倍。随着线下大卖场门店改造的深入、商品结构的优化以及线上业务的拉动作用更加显著，预计 2019 年同店收入将得到有效改善。
- **经营性现金流依旧充沛，资本支出增加，扩张步伐持续，2018 年市占率进一步提升。**2018 年经营性现金流 64.17 亿元，同比下降 8.2%，但总体经营性现金流依旧充沛。2018 年资本支出 25.9 亿元，较上年增加 21%，也是近 5 年首次出现正增长，显示出公司目前的扩张步伐持续。在 2018 年整体零售行业外部压力较大的背景下，公司的市占率从 2017 年的 14.9% 增长到 2018 年的 18.7%，实现逆势扩张。
- **我们认为：虽然高鑫零售短期收入和利润端业绩承压，但是长期来看，公司具备其长期发展的护城河，主要体现在：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。**在阿里的加持下，目前新零售业务也在稳健发展：（1）门店数字化改造基本完成，淘鲜达上线全部门店，B2C 日均订单达到 500 单，2019 年预计翻倍，线上业务实现会员、支付、库存、营销、物流及供应链一体化；（2）大卖场业务重构，聚焦生鲜和快消领域，家电品类和苏宁的合作成效显著；（3）多业态多渠道协同发展：除了与阿里合作经营盒马鲜生，大润发与阿里联手培育的盒马未来也将在重点城市集中复制，给大卖场业务带来新的增量。可以说 2018 是高鑫零售的新零售元年，2019 年是提速年，2020 年新零售业务红利预计得到全面释放。
- **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>运营及财务数据分析 .....</b>	<b>- 3 -</b>
展店速度加快，在建及储备项目充沛，低线城市渗透率高 .....	- 3 -
营收盈利双降，毛利率提升较显著，人力费用率上升较明显 .....	- 3 -
同店进一步下滑，线上业务的发展预计未来将会有拉动作用 .....	- 4 -
经营性现金流依旧充沛，资本支出增加，扩张步伐持续 .....	- 5 -
外部运营压力较大，公司市占率提升 .....	- 6 -
<b>风险提示 .....</b>	<b>- 7 -</b>

## 运营及财务数据分析

### 展店速度加快，在建及储备项目充沛，低线城市渗透率高

- 2018年新开门店数24家，均为大润发品牌，闭店数1家，年末门店数达到484家，其中自有门店占比（按门店数分）23%。除此以外，在建门店37家，储备开设大卖场地点55个。
- 公司门店遍布全国29个省，尤其在三四线城市的渗透率较高——门店中45.7%位于三线城市，21.7%位于四线城市。目前所有门店均已上线淘鲜达。在三四线城市门店的密集分布弥补了盒马鲜生主要在一线城市布局的局限性，随着阿里线上资源的输出，有助于未来快速抢占广阔的低线市场的线上线下流量。

图表 1: 高鑫零售历年新开门店数

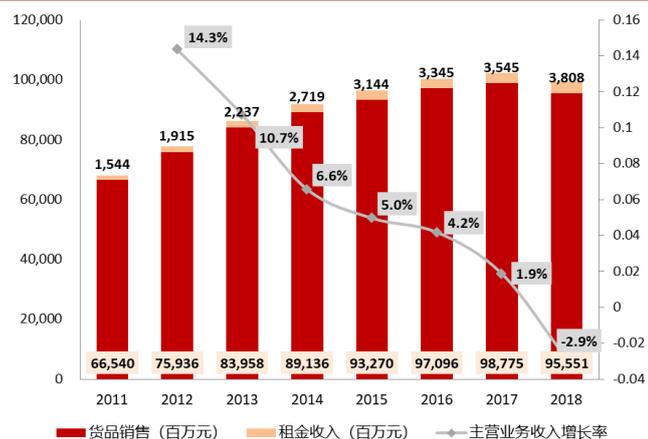
	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018
年末门店数	323	372	409	421	446	446	461	484
新开门店数	50	49	38	12	38	2	18	24
欧尚	5	9	6	1	5	0	1	0
大润发	45	40	32	11	33	2	17	24
闭店数	0	0	1	0	1	3	3	1
净新开门店数	50	49	37	12	37	0	15	23

来源：公司公告 中泰证券研究所

### 营收盈利双降，毛利率提升较显著，人力费用率上升较明显

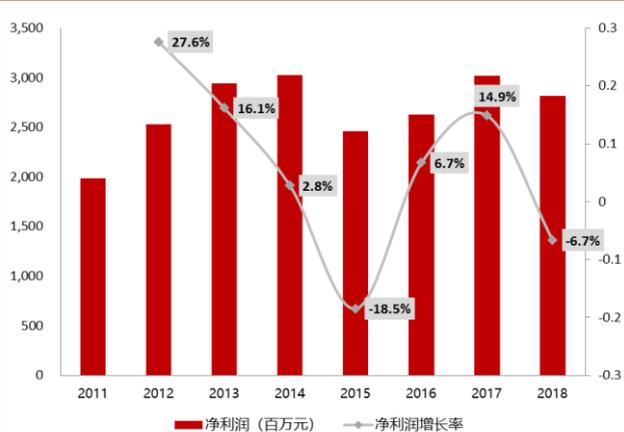
- **收入减少系与苏宁签订家电代销协议的影响。** 2018年公司整体营业收入993.59亿元，其中来自货品的销售收入为955.51亿元，较上年减少3.3%，货品销售收入的减少受到与苏宁易购签订的关于家电销售方面的协议影响。根据代销协议：门店的家电部门于2018年8月交由苏宁运营，并向苏宁收取佣金费用。该调整有助于大润发门店升级家电部门的产品范围、提升运营效率。2018年租金收入38.08亿元，同比增加7.4%，该增加主要由于新店可转租面积增加以及现有门店租户组合管理的改善。
- **利润端收缩主要由于投资O2O业务导致的运营成本的增加。** 2018年公司净利润28.18亿元，较上年度下滑6.7%。利润下滑则是由于实体门店改造以及投资O2O业务、发展淘鲜达带来的运营的成本的增加。运营成本主要包含员工薪酬支出、租金、水电、土地使用权摊销以及固定资产折旧等。2018年全年运营成本198.15亿元，同比增加4.7%。其中租金费用率较上年基本持平，人力费用率增加0.9pct。
- **欧尚和大润发实施整合，未来成本下降空间较大，供应链共享提升运营效率。** 集团于2018年12月决定整合欧尚和大润发两大品牌，成立联合运营总部，大润发将协助欧尚提升IT系统以及整合供应链。目前欧尚毛利落后大润发约2-3个百分点，预计2019年欧尚毛利可提升1.5pct。同时二者整合将有效降低重叠成本。
- **毛利率提升显著，净利率下滑。** 2018年毛利率25.3%，较2017年增加1.2pct，毛利率的改善主要系公司优化产品组合。2018年净利率2.8%，较2017年下降0.2pct。

图表 2: 高鑫零售营业收入 (百万元)



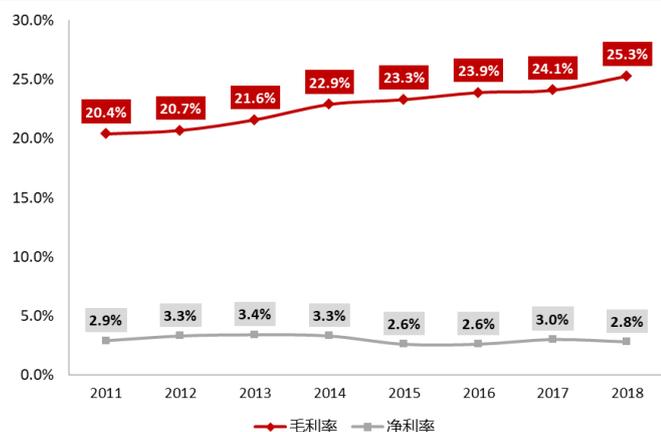
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 高鑫零售净利润 (百万元)



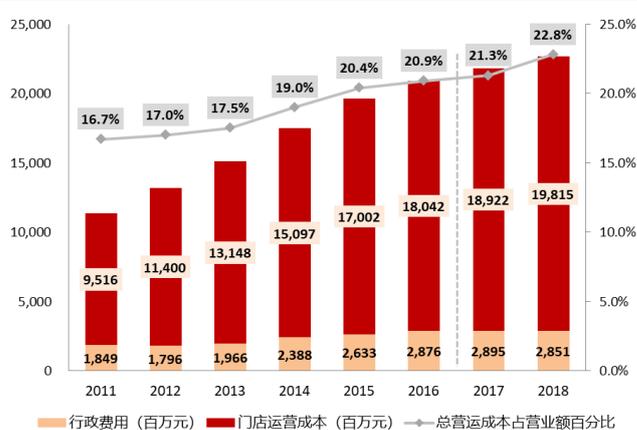
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 4: 高鑫零售毛利率&净利率



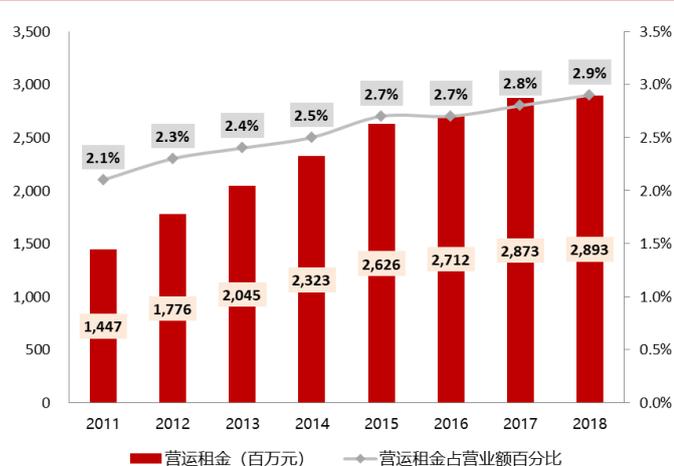
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 高鑫零售费用率



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 6: 高鑫零售租金费用率



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 高鑫零售员工薪酬费用率

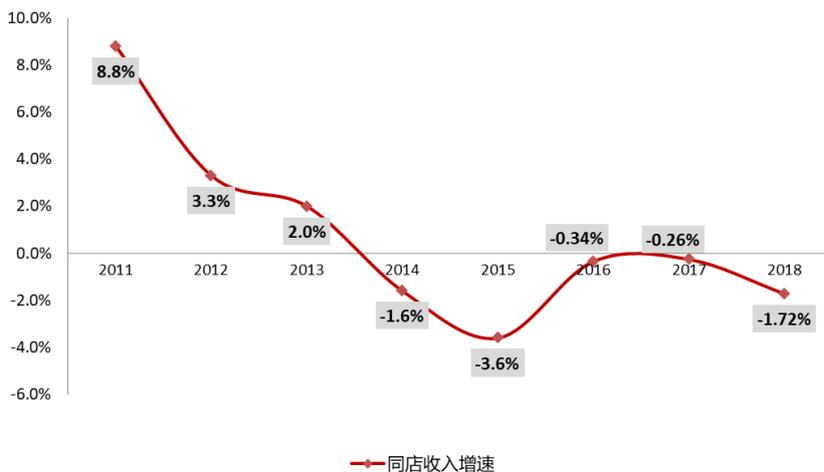


来源: 公司公告 中泰证券研究所

同店进一步下滑, 线上业务的发展预计未来将会有拉动作用

- 2018 年公司同店收入增速进一步下滑至-1.72%，较 2017 年（-0.26%）下降 1.46pct。2018H1 同店销售基本与上年度持平，受消费者信心不足的影响，2018Q4 同店下滑约 8.6%。同店下滑的压力主要来自于线下，尤其在纺织和百货等品类受到的冲击较大。线上业务目前对可比门店的同店增长的贡献率大约为 6%-7%，且正在稳步增长。
- 截至 2018 年末，淘鲜达业务在每家门店的日均订单达到 500 单，2019 年计划翻倍。随着线下大卖场门店改造的深入、商品结构的优化以及线上业务的拉动作用更加显著，预计 2019 年同店收入将得到有效改善。

**图表 8: 高鑫零售同店收入增速**

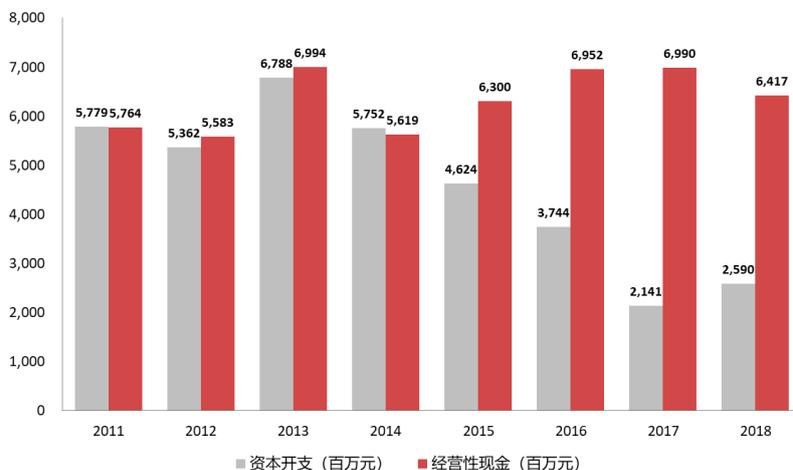


来源：公司公告 中泰证券研究所

**经营性现金流依旧充沛，资本支出增加，扩张步伐持续**

- 2018 年经营性现金流 64.17 亿元，同比下降 8.2%，但相较于资本支出来说，经营性现金流依旧充沛。2018 年资本支出 25.9 亿元，较上年增加 21%，也是近 5 年首次出现正增长，显示出公司目前的扩张步伐依旧持续。

**图表 9: 高鑫零售经营性现金流&资本开支**

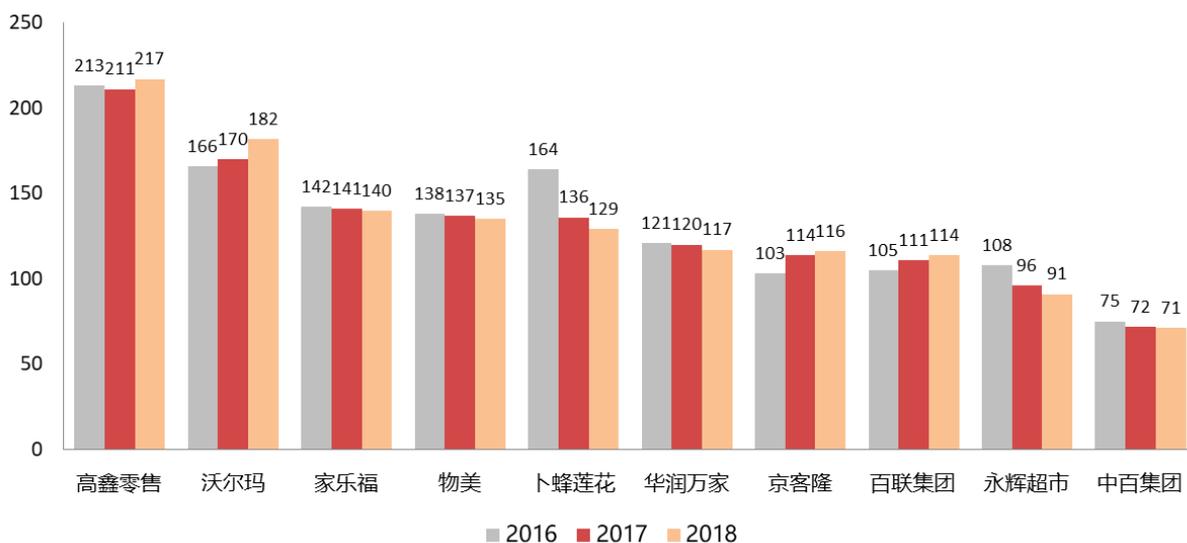


来源：公司公告 中泰证券研究所

## 外部运营压力较大，公司市占率提升

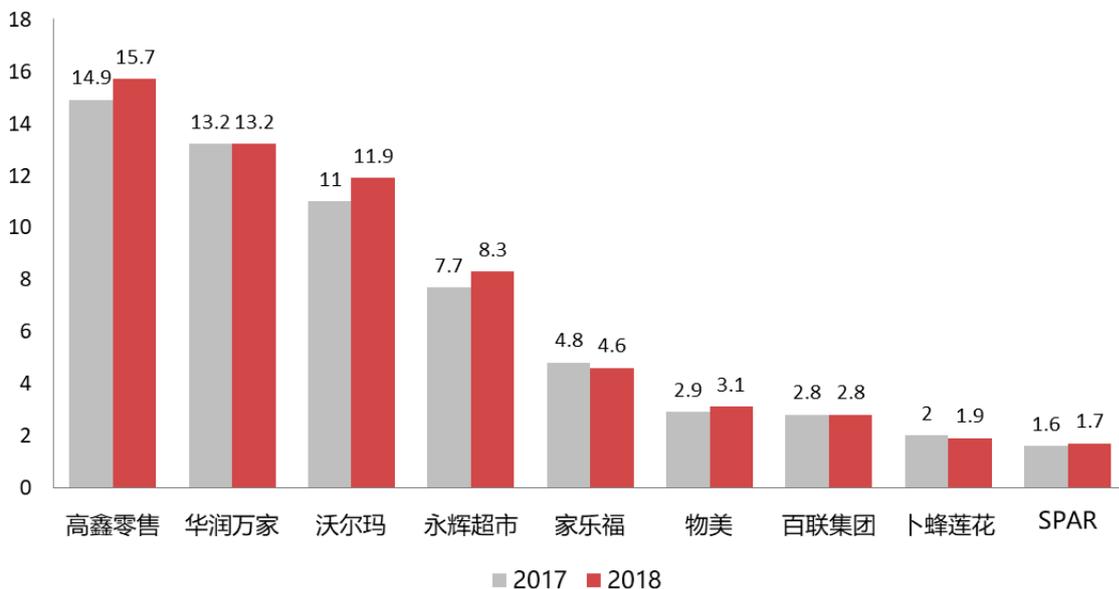
- 2018年整体的零售业环境面临较大的外部压力，全年百家重点零售企业当月增长率超半数的月份都出现负增长。在此环境下，高鑫零售的单店收入依旧维持了大卖场行业第一，市占率从2017年的14.9%增长到2018年的18.7%，实现逆势扩张。

图表 10: 2016-2018 年大卖场行业单店平均销售额 (税前) (百万元)



来源：公司公告 欧睿咨询 中泰证券研究所

图表 11: 2017-2018 年大卖场行业市场占有率 (%)



来源：公司公告 欧睿咨询 中泰证券研究所

## 风险提示

- (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。