

## 商贸零售

集团内部整合期，收入利润端表现平稳，  
B2C 业务发展迅速，下半年有望提速。

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

研究助理：康璐

电话：18817502392

Email: kanglu@r.qlzq.com.cn

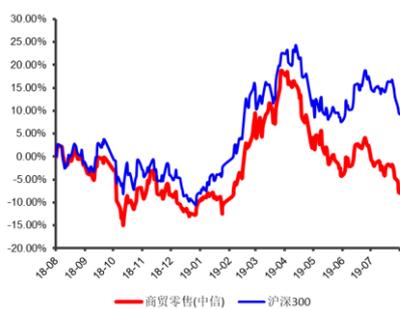
## 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
苏宁易购	10.09	1.43	1.82	0.36	0.52	7.02	5.52	27.92	19.33	买入
红旗连锁	6.54	0.24	0.33	0.37	0.41	27.7	19.84	17.77	15.90	买入
永辉超市	9.39	0.15	0.24	0.31	0.40	60.4	37.79	29.26	22.68	增持
家家悦	23.62	0.92	1.02	1.15	1.31	25.7	23.19	20.57	18.05	增持
南极电商	9.75	0.54	0.48	0.66	0.90	18.0	20.31	14.77	10.83	增持
天虹股份	12.03	0.75	0.89	0.98	1.10	16.1	13.57	12.33	10.98	增持
备注										

## 基本状况

上市公司数	97
行业总市值(百万元)	798120
行业流通市值(百万元)	327229

## 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》

## 投资要点

- **事件：高鑫零售发布 2019H1 业绩公告，2019H1 实现总销售收入 543.96 亿元，总营业收入 505.86 亿元，同比下降 6.4%；实现净利润 17.66 亿元，同比增长 0.46%。**
- **展店速度稍有减缓，低线城市渗透率高；今年预计改造 40 多家卖场。**2019 年上半年公司新增 2 家综合性大卖场以及一家盒马生鲜超市，关闭一家欧尚门店。截至 2019H1 公司旗下共 485 家综合性大卖场以及 2 家盒马生鲜超市。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——门店中约 46% 位于三线城市，22% 位于四线城市。在三四线城市门店的密集分布弥补了盒马生鲜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。目前所有门店均已上线淘鲜达，B2C 业务发展迅速。卖场改造初见成效，第一家位于上海的改造门店，升级后业绩增长约 10%，其中生鲜品类实现双位数增长；2019 全年计划改造 40 家门店。
- **系家电直营转代销影响，主营业务收入下滑，净利润与去年同期基本持平。**收入减少系与苏宁签订家电代销协议，家电收入不计入总销售收入。2019H1 公司实现总收入 505.86 亿元，较 2018H1 同比减少 6.4%。其中货品销售收入 485.22 亿元，同比下滑 7%。收入减少主要是由于自 2018 年 8 月起，家电部门由自营转为苏宁代销，卖场只收取佣金。2019H1 租金收入 20.64 亿元，同比增幅 8.8%。租金增长主要由于租户的组合管理改善以及可出租面积的增长。
- **B2C 业务发展趋于成熟，为食品部门创收较显著，其他品类由于渠道竞争激烈，增长不明显。**截至到 2019 年 3 月底，所有门店完成 3-5 公里扩区，一小时到家业务已经走通；截至 2019 年 6 月，店日均订单突破 700 单，其中 618 大促期间，线上订单日均突破 1000 单。生鲜线上销售占比超过 50%。预计 2019 下半年，线上单量会持续突破。
- **毛利率持续提升，净利率微增。**2019H1 毛利率 24.2%，较 2018H1 增加 0.3pct，毛利率的改善主要系公司持续优化产品组合。2019H1 年净利率 3.25%，与去年同期基本持平。
- **欧尚整合未完成，集团同店收入负增长；大润发同店正增长。**（除去家电销售收入计算）2019H1 公司整体同店增速-1.76%，同店增长为负主要由于欧尚门店的业绩拖累，但随着集团上半年对欧尚的整合升级完成，下半年

业绩步入正轨，预计同店收入得到改善。单独核算大润发门店，2019H1同店增长为正。

- **我们认为：**虽然高鑫零售短期收入和利润端业绩表现平平，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。2019年上半年集团整合、门店改造、线上业务发展稳步进行，2019年下半年有望提速，2020年新零售业务红利预计可以得到更大的释放。
- **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>- 4 -</b>
展店速度稍有减缓，低线城市渗透率高；今年预计改造 40 多家卖场.....	- 4 -
系家电直营转代销影响，主营业务收入下滑，净利润与去年同期基本持平	- 4 -
B2C 投入带来门店运营成本略有增加，整体费用率较去年同期无显著增加	- 6 -
欧尚整合未完成，集团同店收入负增长；大润发同店正增长.....	- 6 -
<b>风险提示 .....</b>	<b>- 6 -</b>

## 运营及财务数据分析

展店速度稍有减缓，低线城市渗透率高；今年预计改造 40 多家卖场

- 2019 年上半年公司新增 2 家综合性大卖场以及一家盒马生鲜超市，关闭一家欧尚门店。截至 2019H1 公司旗下共 485 家综合性大卖场以及 2 家盒马生鲜超市。
- 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——门店中约 46% 位于三线城市，22% 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的低线市场的线上线下流量。目前所有门店均已上线淘鲜达，B2C 业务发展迅速。
- 卖场改造初见成效，第一家位于上海的改造门店，升级后业绩增长约 10%，其中生鲜品类实现双位数增长；2019 全年计划改造 40 家门店。

图表 1: 高鑫零售历年新开门店数

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
年末门店数	273	323	372	409	446	461	484	485
新开门店数	43	50	49	38	38	18	24	2
欧尚	9	5	9	6	5	1	0	-1
大润发	34	45	40	32	33	17	24	2
闭店数		0	0	1	1	3	1	1
净新开门店数		50	49	37	37	15	23	1

来源：公司公告 中泰证券研究所

系家电直营转代销影响，主营业务收入下滑，净利润与去年同期基本持平

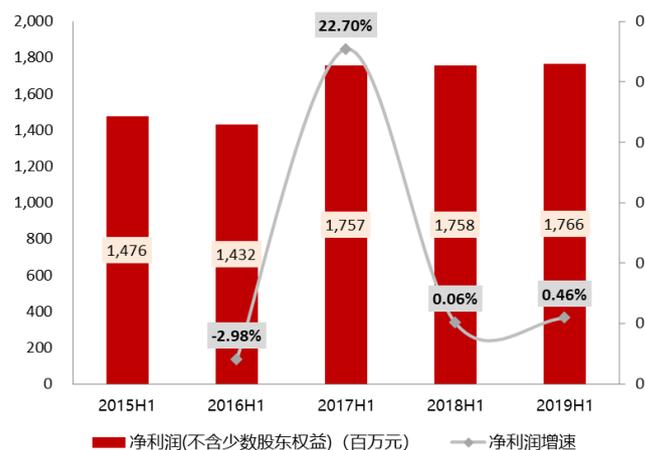
- 收入减少系与苏宁签订家电代销协议，家电收入不计入总销售收入。2019H1 公司实现总收入 505.86 亿元，较 2018H1 同比减少 6.4%。其中货品销售收入 485.22 亿元，同比下滑 7%。收入减少主要是由于自 2018 年 8 月起，家电部门由自营转为苏宁代销，卖场只收取佣金。2019H1 租金收入 20.64 亿元，同比增幅 8.8%。租金增长主要由于租户的组合管理改善以及可出租面积的增长。
- B2C 业务发展趋于成熟，为食品部门创收较显著，其他品类由于渠道竞争激烈，增长不明显。截至到 2019 年 3 月底，所有门店完成 3-5 公里扩区，一小时到家业务已经走通；截至 2019 年 6 月，店日均订单突破 700 单，其中 618 大促期间，线上订单日均突破 1000 单。生鲜线上销售占比超过 50%。预计 2019 下半年，线上单量会持续突破。
- 毛利率持续提升，净利率微增。2019H1 毛利率 24.2%，较 2018H1 增加 0.3pct，毛利率的改善主要系公司持续优化产品组合。2019H1 年净利率 3.25%，与去年同期基本持平。

图表 2: 高鑫零售半年营业收入 (百万元)

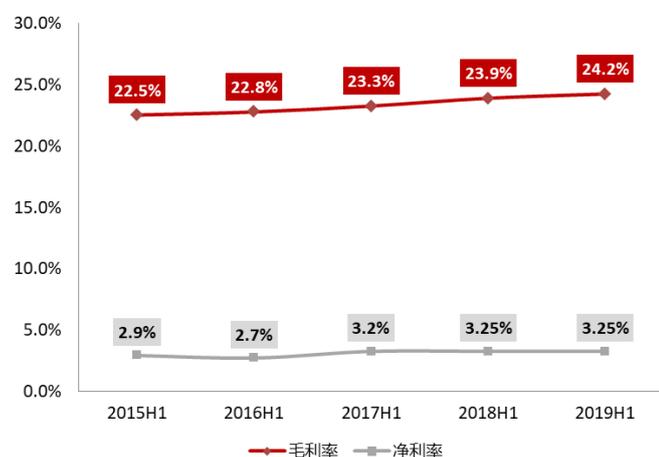
图表 3: 高鑫零售半年净利润 (百万元)



来源：公司公告 中泰证券研究所



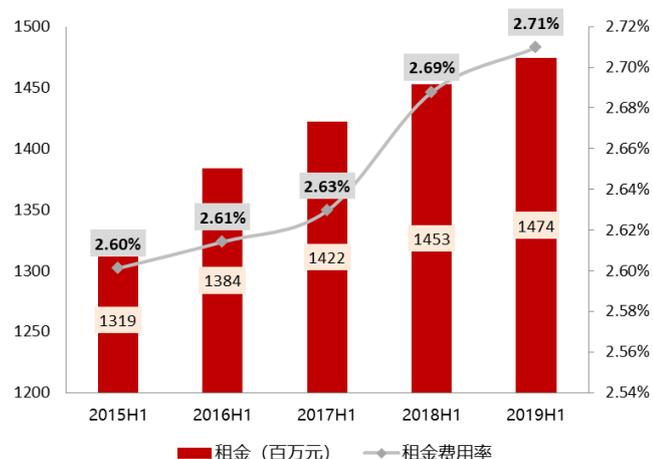
来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 4: 高鑫零售半年度毛利率&净利率**


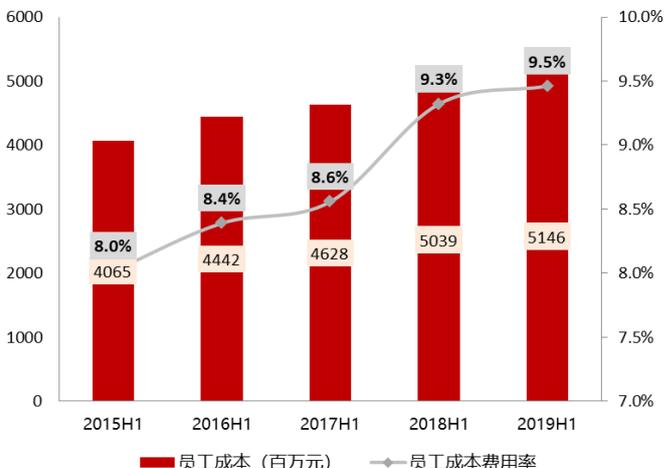
来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 5: 高鑫零售运营成本费用率**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 6: 高鑫零售半年租金费用率**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 7: 高鑫零售半年员工薪酬费用率**


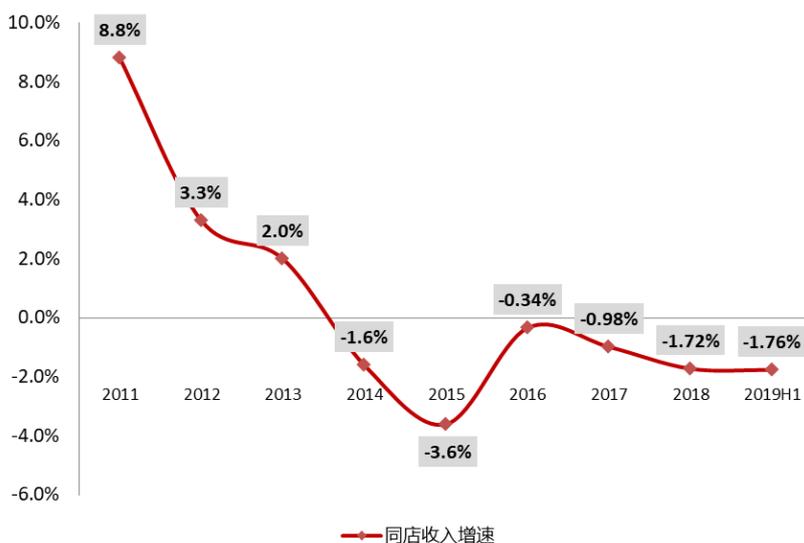
来源：公司公告 中泰证券研究所

**B2C 投入带来门店运营成本略有增加，整体费用率较去年同期无显著增加**

- 2019H1 门店运营成本 98 亿，同比增长 0.8%，门店运营成本的增长主要由于 B2C 业务发展投入所致（包含基础设施搭建以及增加技术人员等）。此外，2019H1 公司租金费用率 2.71%，同比增加 0.2pct；员工薪酬费用率 9.5%，同比增加 0.2pct。
- 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。2019 年 2 月底成立联合总部，4 月所有欧尚门店的 IT 系统升级完成；2019 年下半年将继续调整欧尚的商品结构、门店组织架构、清理库存以及整合物流中心。现阶段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。

**欧尚整合未完成，集团同店收入负增长；大润发同店正增长**

- （除去家电销售收入计算）2019H1 公司整体同店增速-1.76%，同店增长为负主要由于欧尚门店的业绩拖累，但随着集团上半年对欧尚的整合升级完成，下半年业绩步入正轨，预计同店收入得到改善。
- 单独核算大润发门店，2019H1 同店增长为正。

**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

**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。