

相关报告

零售行业即时点评：内地访港人次快速恢复，可关注香港本地零售标的-20230214

事件：

香港旅发局公布，受惠暑假旅游旺季带动，2023年8月初步访港旅客数字约为410万人次，相等于疫情前（17至19年相同月份）平均数的84%。

点评观点：

➤ 7-8月受益于暑期出行旺盛，内地访港旅客恢复度提升：

7月/8月内地访港旅客分别达298/343万人次，进一步恢复至18年同期的68%/71%。于6/30季度，内地访港客流/莎莎港澳零售额较18年同期的恢复率分别为59%/46%，其中季内莎莎港澳门店旅客销售占比为47%，疫前为70%。内地访港客流恢复度高于莎莎港澳零售额恢复度，原因或为疫情后内地美妆购物渠道更丰富，旅客访港或更倾向体验型消费等。

香港本地美妆零售的竞争态势方面，对比莎莎官网线上价格和中免日上折后到手价，在大牌明星品仍有约10%左右的价格优势（见表1）。疫情前主要竞争对手卓悦、colourmix式微；相较香港主售日本美妆产品的松本清，莎莎货品相对多样化，顾客具备粘性，6成销售来自VIP会员。

➤ 预计利润改善弹性优先于收入修复，驱动力在于中国港澳地区降本增效及门店精细化运营逐步体现：

疫情期间莎莎对于中国港澳门店进行了较多降本增效及精细化运营措施，在港澳地区具备丰富的零售运营经验，单店店效显著修复。包括：

(1) 门店位置优化，亏损或低店效门店在疫情期间关闭。此前2019/3/31，莎莎港澳门店数最高达118家，截至6/30港澳门店共81家。以尖沙咀、铜锣湾、旺角等位置佳的门店为例，近期单店恢复至疫情前的8-9成。

(2) 莎莎在中国香港对门店选址具备丰富经验，店员工资结构优化。莎莎作为本地零售商，在中国港澳地区对于门店的人流、客群及选址具备丰富经验，按客群划分门店类型进行零售运营，店员工资提成结构优化。**展望未来**，受益于疫情期间的门店优化及精细化运营，若访港客流持续修复及毛利率维持稳定（2023/3/31财年公司毛利率为40%），预计中国港澳地区的莎莎门店租金比率有望为10%或低双位数左右，港澳地区的税前利润率有望恢复至高单位数至10%左右。

➤ 年内业务重心在于进一步优化港澳市场，吸引访港旅客消费，公司在疫情前派息率较高：

年内公司重点在于优化港澳市场单店表现，开店策略相对谨慎，预计年内港澳有个位数的门店新增。内地业务整合优化中，预计内地业务在盈亏平衡附近；马来西亚地区利润率有望维持稳定。疫情前17-19财年，公司的派息率在100%以上，疫情期间派息中断。随着访港客流恢复，中国港澳地区业绩和现金流修复，未来若恢复派息，公司估值吸引。

研究部

姓名：何丽敏

SFC: BTG784

电话：0755-82846267

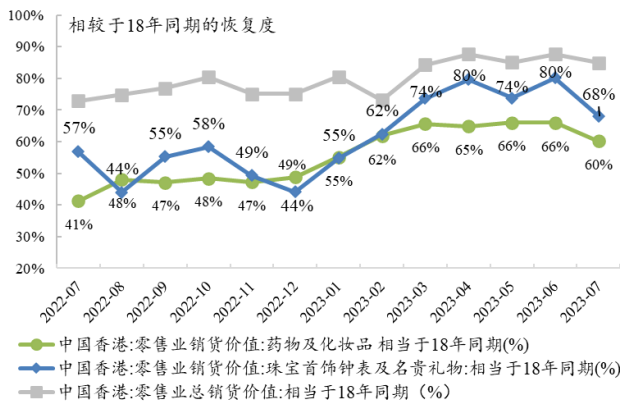
Email: helm@gyzq.com.hk

图 1：2023 年 1-7 月内地访港旅客逐月恢复

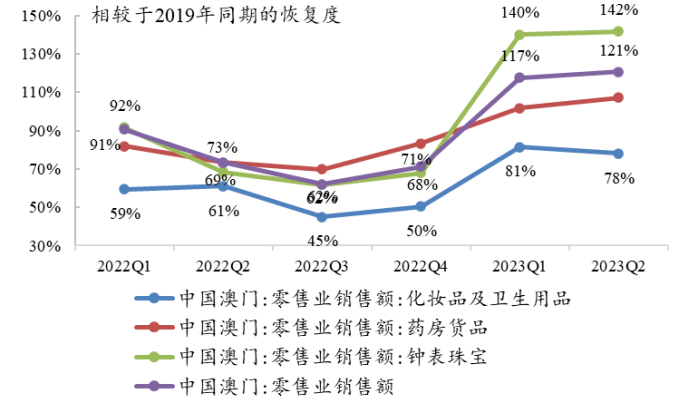

资料来源：中国香港入境事务处、Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 2：2023 年 1-8 月内地访澳门旅客恢复程度


资料来源：中国香港入境事务处、Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 3：香港零售销货价值（整体、药品及化妆品、珠宝首饰及名贵礼物）和恢复度


资料来源：香港政府统计处，国元证券经纪（香港）整理

图 4：澳门零售销货价值（整体、化妆品及卫生用品、药房货品、钟表珠宝）和恢复度


资料来源：澳门统计暨普查局，国元证券经纪（香港）整理

表 1：香港美妆集合店（以莎莎为例）与中免 CDF 小程序热门产品价格对比（2023 年 9 月 27 日）

产品	莎莎香港官网价格 (HKD)	规格 (ml)	莎莎每ml单价 (人民币元)	中免日上小程序单价-原价	中免日上小程序单价-到手价	规格 (ml)	中免每ml单价 (人民币元)	中免折扣率	莎莎与中免价差 (%)
SK2 护肤精华（神仙水）	953	230	3.9	2560	1918	230*2	4.2	75%	-8%
Estee Lauder 升级再生修复精华（小棕瓶）	628	100	5.8	2060	1300	100*2	6.5	63%	-10%
HR Re-Plasty 修复晚霜	2366	50	44.0	7222	5356	115	46.6	74%	-6%
La Mer 海蓝之谜眼霜	2498	100	23.2	3259	2570	100	25.7	79%	-10%
La Prairie 鱼子精华琼贵面霜	2,754	50	51.2	3965	2834	50	56.7	71%	-10%
资生堂 第3代新升级皇牌免疫力精华	660	100	6.1	1053	699	100	7.0	66%	-12%
SK2 GENOPTICS 小灯泡	998	50	18.6	1980	1551	75	20.7	78%	-10%

资料来源：中免日上小程序，莎莎官网，国元证券经纪（香港）整理；注：港币-人民币汇率按 0.93 计

表 2: 莎莎国际年度业绩摘要 (财年以 3/31 结束)

Key Ratios		2018	2019	2020	2021	2022	2023
For the year ended 31 March							
Gross profit margin	%	42.1%	40.8%	36.9%	34.6%	36.9%	40.0%
Net profit margin	%	5.3%	5.6%	-8.6%	-11.5%	-10.1%	1.7%
Return on equity	%	17.7%	18.9%	-31.0%	-26.4%	-35.0%	5.6%
Stock turnover days	days	102	104	101	140	127	116
Dividend payout ratio	%	120.7%	105.2%	-	-	-	-
Turnover breakdown (continuing operations)							
For the year ended 31 March							
Hong Kong & Macau SARs, China	HK\$M	6,761.6	7,091.8	4,739.4	1,999.8	2,212.5	2,373.3
Online Business	HK\$M	383.3	391.8	344.7	501.3	695.6	602.0
Mainland China	HK\$M	298.7	287.8	243.0	289.9	312.0	225.2
Malaysia	HK\$M	362.5	385.2	390.2	252.0	192.6	300.0
Total	HK\$M	7,806.2	8,156.6	5,717.3	3,043.0	3,412.7	3,550.5
Retail store network (continuing operations)							
As at 31 March							
Hong Kong & Macau SARs		118	118	112	100	85	79
Mainland China		55	54	44	57	77	37
Malaysia		72	81	79	75	72	70
Total		245	253	235	232	234	186

资料来源: 公司公告, 国元证券经纪 (香港) 整理

表 3: 莎莎国际 2023/6/30 季度业绩及恢复度

HK\$ Million	Turnover			YoY change%	% of Group turnover	Same store sales YoY change %*	F19 Offline Sales recovery**
	Offline	Online	Total				
HK & Macau SARs	814.3	46.5	860.8	+53.5%	82.2%	+69.6%	45.9%
Mainland China	46.3	51.2	97.5	-32.8%	9.3%	+0.8%	67.7%
Southeast Asia	69.5	17.3	86.8	-8.0%	8.3%	-4.1%	80.9%
Others	-	2.4	2.4	+4,048.1%	0.2%	-	-
Total	930.1	117.4	1,047.5	+30.9%	100.0%	-	47.9%

资料来源: 公司公告, 国元证券经纪 (香港) 整理

风险提示:

访港旅客量恢复不及预期;

访港内地旅客购物意愿下降, 购物习惯改变;

行业竞争加剧。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>