

百货行业：全渠道改革有望提升零售能力，看好未来与线上合作带来的机会 增持(维持)

2018 年 01 月 10 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

linjch@dwzq.com.cn

投资要点

■ 长期以来的联营模式使我国百货零售能力下降，在新渠道冲击下收入下滑：我国百货大多采用不获得商品所有权、利用扣点方式获取收入的联营模式运营。这种模式使我国百货作为零售商的核心能力，即通过研究对消费者和商品进行匹配，为消费者提供优质购物体验的同时为其提供优质商品的初选和背书的能力不断下降。在此背景下，我国百货目前面临着盈利能力偏低、产品同质化严重、产品价格虚高等问题。在互联网平台销售规模不断扩大、购物中心数量不断提升的情况下，我国百货近年销售收入出现连续下滑。

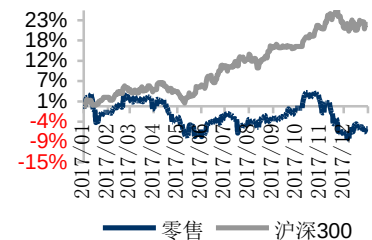
■ 虽然美国百货业受线上影响较晚，但 15 年后在线上平台效率、服务不断提升的情况下，梅西百货等传统零售商和我国传统百货一样受到了较大冲击：由于多年自营积累下了较强的零售及供应链管理的能力，在 10-14 年线上平台销售额不断扩大的背景下，美国传统百货依旧取得了稳健的业绩增长。然而在 15 年之后，随着线上平台的服务及运营效率持续提升，其给予用户的消费体验逐渐超过了传统百货，这使得 15 年之后美国线下传统零售额增速持续下滑，包括梅西百货在内的传统百货业绩也与中国百货一样出现了较大幅度的滑坡。

■ 以银泰为代表的我国传统百货正在通过与线上平台的合作提升零售能力，以获得在与其他渠道竞争中的核心竞争力。阿里在 17 年 5 月完成对银泰的私有化，开启了我国传统百货主动变革的道路。我们看到，银泰通过与阿里的合作（1）将消费者行为进行数据化，提升了其匹配消费者和商品的能力，通过其 APP 的精准推送，让消费者感受到百货作为零售商为其提供商品筛选和背书服务的本质。（2）根据线上线下获得的数据反馈，银泰依靠“集货”项目自主挑选线上线下爆款，逐步开始了自主挑选产品进驻商场的尝试。（3）银泰同时在供应链上做出改革，通过缩短中间层级让商场直接对接品牌商的方式，一方面满足线上线下同款同价的需要，同时全面提升产品性价比。

■ 百货全渠道改革仍需规模效应，未来看好更多百货行业与线上合作带来的机会。首先，我们认为百货作为零售商其效率的提升同样需要依靠规模的扩大，因为无论从零售数据分析应用还是供应链整合缩短链条角度，规模效应对于百货均较为重要。另一方面，由于目前我国百货仍旧以区域性龙头为主，并没有拥有绝对规模优势的龙头出现，因此我们看好未来将会有更多类似银泰的百货开始与线上巨头之间的合作，通过提升零售效率的方式获得自己的核心竞争力。我们建议对 A 股整个百货行业提高关注。

■ 风险提示：整体消费环境转冷；线上平台整合进度不及预期；线上线下渠道整合效果不及预期

行业走势



相关研究

1. 从双 11 数据看电商趋势，线上百亿级品牌崛起，阿里持续推进新零售布局，未来已来 -20171129
2. 解码跨境出口电商：凭风好借力，扬帆正当时 -20170926
3. 从海翼股份看跨境出口电商品牌化模式，中国品牌出海走向世界 -20170731
4. 好市多 vs 网易严选：国内外严选零售商的对比 -20170707
5. 掘金电商系列 1：阿里从增量扩张到存量挖潜下的电商投资机会分析 -20170628

目录

1. 传统联营模式使国内百货竞争力较弱，互联网及购物中心冲击下客流下降收入下滑	4
1.1 传统国内百货联营模式为主，“二房东”模式使整体效率偏低	4
1.2 互联网、购物中心轮番冲击我国传统线下百货业	5
2. 美国百货业：虽然多年自营积累的零售能力使其受线上影响较晚，但 15 年以来受冲击依然明显	6
2.1 10-14 年凭借多年积累的零售实力美股线下百货依旧增长稳定	7
2.2 15 年开始线上平台在效率及用户体验上不断提升，美国百货业受到全面冲击	9
3. 我国传统百货需要通过提升零售能力获得生存空间：银泰率先联合阿里进行全渠道商业模式探索	11
4. 百货业态展望与投资建议：百货全渠道改革需要规模效应，我们看好百货行业与线上合作带来的投资机会	13

图表目录

图表 1: 部分百货上市公司毛利率.....	4
图表 2: 欧美部分百货毛利率.....	5
图表 3: 中美网络零售占比对比 (%).....	5
图表 4: 09-16 年购物中心数量增长迅速.....	5
图表 5: 部分百货上市公司收入增速数据.....	6
图表 6: 08-17 年梅西百货股价走势.....	6
图表 7: 美国线下零售 10-14 年依旧保持较稳定的增速.....	7
图表 8: 梅西百货 09-15 财年业绩变化趋势.....	8
图表 9: 梅西百货 10-14 年可比销售增长情况.....	8
图表 10: 美国线下零售 15 年开始增速下滑.....	9
图表 11: 梅西百货 15 年之后业绩下滑.....	9
图表 12: 亚马逊 Prime 发展部分发展历程.....	10
图表 13: 亚马逊 Prime 预计会员人数.....	10
图表 14: 银泰“集货”项目.....	11
图表 15: 银泰双十一线下门店情况.....	12

1. 传统联营模式使国内百货竞争力较弱，互联网及购物中心冲击下客流下降收入下滑

1.1 传统国内百货联营模式为主，“二房东”模式使整体效率偏低

百货目前的两种主要经营方式分别是联营和直营，其中在**联营模式**中零售商不获得商品所有权，但是其需要在包括促销、店面、卫生、安全等场地经营以及综合管理上提供服务，最终通过联营扣点等方式收取费用，我国百货大部分均采用这种模式运营；另一方面，在**自营模式**中，百货则买断商品所有权，并在自身店铺进行零售进而赚取差价，而欧美中高端百货则大多采用自营模式。

目前国内大部分百货在采用联营模式的情况下逐渐沦为“二房东”，这使得我国百货存在盈利能力偏低、产品同质化严重、以及产品价格虚高等问题。

首先，目前国内百货店大多偏向发展成高端百货，因此其对国际一线品牌具备一定依赖性。然而由于国内百货与国外高端品牌之间品牌价值差距较大，国内百货与这些一线品牌的议价能力明显偏弱，这导致其给予国际一线品牌的扣点率往往较低，压低了百货的盈利能力。

另一方面，联营模式下对百货品牌商产品的价格、种类及销量并没有把控能力，因此其正在逐渐丧失来自消费者的一手数据以及针对这些数据进行分析并调整的能力。这使得我国百货无法对品牌在其商场内引入的商品进行判断筛选，导致不同百货中的产品同质化严重。同时在缺失消费者数据的情况下，百货很难针对消费者需求做出场地布局、零售指导上的调整，使得整体商场运营效率较为低下。

同时，由于我国百货的供应商往往并不是直接的品牌商，而是品牌的加盟商，中间多级代理商的层级也让百货中的产品价格往往较高、性价比比较低。

图表 1：部分百货上市公司毛利率

	2014	2015	2016
新华都	21.2%	20.5%	21.6%
中央商场	21.4%	21.7%	21.5%
步步高	22.5%	21.9%	21.4%
鄂武商 A	20.8%	21.8%	22.2%

资料来源：WIND，东吴证券研究所

然而，我们认为相较于购物中心依靠体验式消费吸引流量逐渐在线下获得优势的情况下，百货作为传统的零售商不能继续将商品做简单堆积，而是应该通过研究对消费者和商品进行匹配，在为消费者提供优质购物体验的同时为其提供优质商品的初选和背书。提供这种零售服务的能力才应该是百货作为零售商的核心能力。当然，这对百货对于产品和顾客的研究分析能力均提出了较高的要求。

欧美百货大多采用自营的模式，采用这种模式的百货往往在零售能力、产品性价比上有着较强的优势。首先，若百货开始自主选择货品，由于其对

于商圈周边整体的消费者结构及需求变化有着较高的敏感性，因此其相较单一品牌商在将产品精确匹配商场周围流量这一环节上更具优势。其次，自营的百货往往能够越过众多代理商分销商环节，直接对接品牌商进货，全面打通供应链的情况下产品加价倍率有望大幅度降低，全面提升产品性价比。另外，由于不同百货不同的地理位置、成长环境，其往往能够发展出不同的产品陈列风格，差异化的出现也能够提升百货的盈利能力。

图表 2：欧美部分百货毛利率

	2013	2014	2015	2016
梅西百货	40.27%	40.12%	40.00%	39.08%
玛莎百货	37.86%	37.53%	38.65%	39.11%

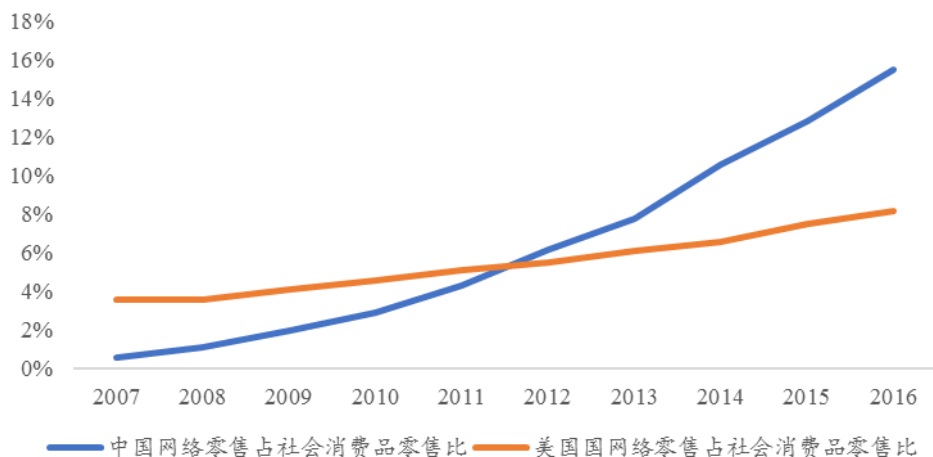
资料来源：WIND，东吴证券研究所

然而，由于自营模式需要商场买断产品存在一定风险，而长期的联营模式下，我国百货的买手选款能力以及对数据的分析反应能力已经明显下降，这使得库存风险让百货并不愿意用这种风险较高的方式运营。

1.2 互联网、购物中心轮番冲击我国传统线下百货业

我国线下零售由于较低的竞争力，相较海外市场更早受到冲击。在我国百货业受困于模式问题效率偏低的情况下，互联网电商通过缩短产业链条、提升产业链效率迅速占领了线下的零售份额，我国网络零售占社会消费品的占比从 2007 年的 0.6% 迅速上升至 2016 年的 15.5%，而在美国方面其网络零售占社会消费品的比重从 2007 年的 3.6% 仅上升至 2016 年的 8.2%（截止 2017Q3 为 9.1%）。

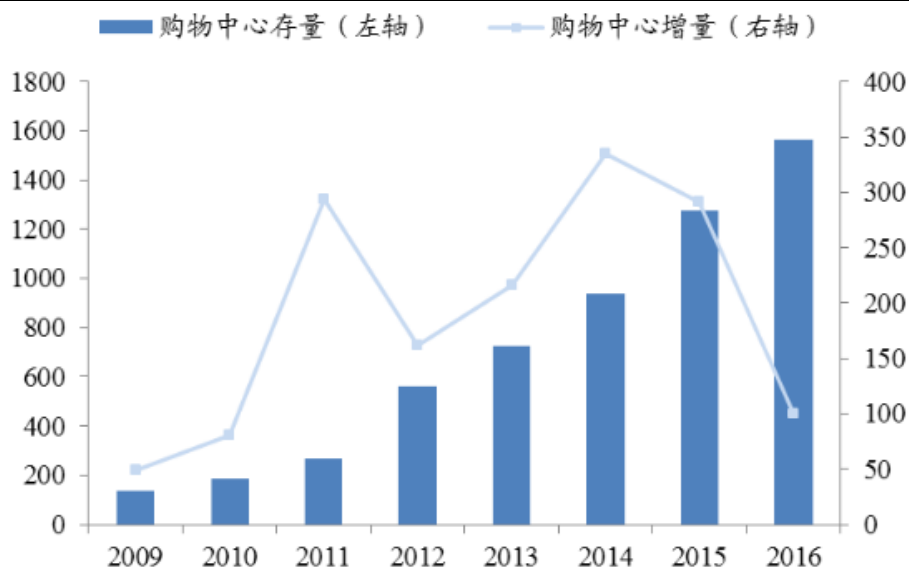
图表 3：中美网络零售占比对比（%）



资料来源：WIND，东吴证券研究所

同时在线下流量角度，购物中心依靠其更大的面积更新的设施，通过以娱乐体验带动消费的模式同样对传统百货带来不小冲击。

图表 4：09-16 年购物中心数量增长迅速



资料来源：赢商网，东吴证券研究所

在此情况下，各大百货商场在 12 年以来，经营业绩均受到了不同程度的压力。

图表 5：部分百货上市公司收入增速数据

	2013	2014	2015	2016
新华都	10.80%	-4.90%	-7.54%	3.40%
中央商场	21.40%	-6.10%	-3.30%	-3.20%
鄂武商 A	13.00%	1.90%	2.10%	0.90%

资料来源：WIND，东吴证券研究所

2. 美国百货业：虽然多年自营积累的零售能力使其受线上影响较晚，但 15 年以来受冲击依然明显

从美国传统百货角度看，由于多年自营经营积累的较强零售运营能力，其受到互联网的冲击晚于中国；但是在 15 年以来，互联网平台表现出的效率优势同样对美国传统线下百货带来了较大影响，包括梅西百货在内的传统零售商业绩也与中国百货一样出现明显下滑，受此影响其股价也在 15 年之后出现了较大幅度的滑坡。

图表 6：08-17 年梅西百货股价走势及营收增速

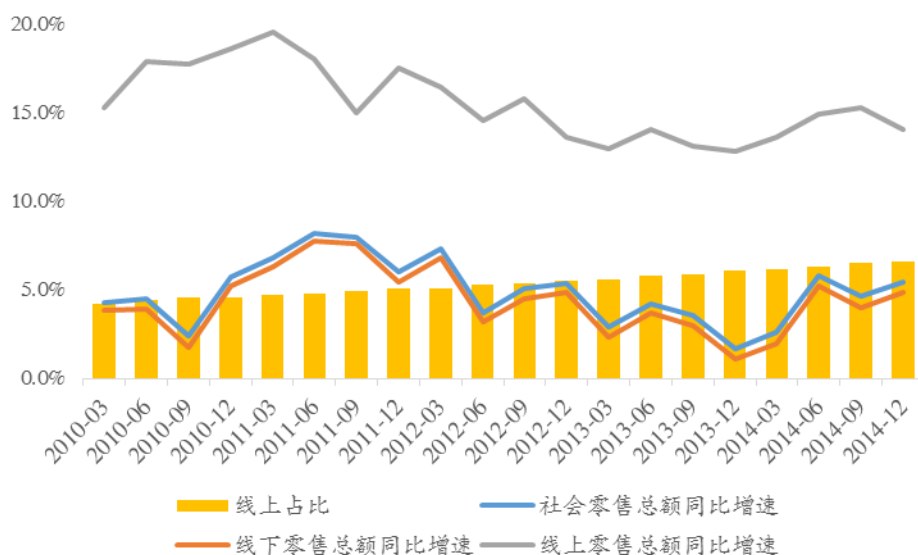


资料来源：WIND，东吴证券研究所

2.1 10-14 年凭借多年积累的零售实力美股线下百货依旧增长稳定

美国传统线下零售业，在经济危机之后的几年由于其多年沉淀的零售能力以及美国互联网企业仍处于发展之中，美国线下零售在 10-14 年依旧保持着较为稳定的增长速度（基本稳定在 3%~6%之间）。

图表 7：美国线下零售 10-14 年依旧保持较稳定的增速



资料来源：WIND，东吴证券研究所

具体到传统百货业，虽然互联网零售额在美国零售占比从 09 年的接近 4% 也上升至 15 年初的 7%，但是我们看到梅西百货为代表的美国线下传统百货业依旧在互联网初步发展的时代表现出了零售能力的重要性，梅西百货在 09

至 14 年之间依旧保持了稳定的业绩增长。

图表 8：梅西百货 09-15 财年业绩变化趋势

(单位: 亿美元)	2009-01-31	2010-01-30	2011-01-29	2012-01-28	2013-02-02	2014-02-01	2015-01-31
营业总收入	248.9	234.9	250.0	264.1	276.9	279.3	281.1
YOY	-5.4%	-5.6%	6.4%	5.6%	4.8%	0.9%	0.6%
净利润	-48.0	3.5	8.5	12.6	13.4	14.9	15.3
YOY	-637.8%	-107.3%	142.9%	48.2%	6.3%	11.2%	2.7%

资料来源：WIND，东吴证券研究所

首先，由于美国相对成熟高效的线下业态，线上产品在价格上除了税率之外并没有明显的优势，相较国内线上电商利用更短的产业链打消长期以来线下过高加价倍率的方式，海外传统线下零售商受到的价格冲击相对较小。

同时，以梅西百货为例，其在 10-14 年实施的“M.O.M”策略充分表现出了其在零售方面的能力，在目前看依旧值得我国传统百货业学习，这其中包括了：

(1) “My Macy’s”，梅西百货的本地化策略。根据美国地域跨度大、各地气候和消费习惯差异明显的特点，梅西百货根据各地不同的特点配置商品（在寒冷地区常年配置冬季产品、在公务员较为集中的华盛顿准备更多的职业装）。同时梅西百货为 13-22 岁及 19-30 岁的两组消费者单独设立了两个新的品牌。为了实现这些差异化策略，梅西百货对门店产品规划和采购规划进行了重新整合，比如在全国设立统一采购部的情况下，将全国门店按区域重新划分，每个分区均配有规划经理针对当地消费者的需求和喜好进行商品规划。我们认为这种以买手来推动的精准销售策略，体现出了梅西百货作为美国传统百货龙头的零售能力，在几乎全部商品自营的基础上，梅西百货的自有品牌多年以来一直占公司总销售的 20% 以上。

(2) “Omnichannel”，全渠道策略的尝试。作为较早接触互联网的传统百货（1996 年），梅西百货在继续开展网络、电商等多种销售的同时，尝试打通线上线下渠道：一方面将全国各地的门店作为配送中心，缩短配送时间、增加门店间的产品调配提升消费体验；另一方面线下门店作为体验中心，可以提供消费者尝试、退换货等多种服务。我们认为这些全渠道的尝试，让梅西百货在线上销售和全渠道协同上打下了较深的基础。

(3) “Magic selling”，神奇销售。梅西百货希望通过对员工专业知识、商品知识和销售技巧的重新培训，希望其能够通过自己的销售能力进一步提升转化率；另一方面，梅西百货希望依靠新技术的运营，比如线下门店的自助服务设备、商场内的无线热点导航、移动应用的推送等等方式提升消费者的购物体验，提升复购率。

我们认为，梅西百货在 10 年开始的改革在充分发挥其传统零售能力的同时，开始了对线上线下业务融合的尝试。在业绩保持稳定的情况下，其股价在一定程度上反映了市场对其有益尝试的认可。

图表 9：梅西百货 10-14 年可比销售增长情况

	2010	2011	2012	2013	2014
--	------	------	------	------	------

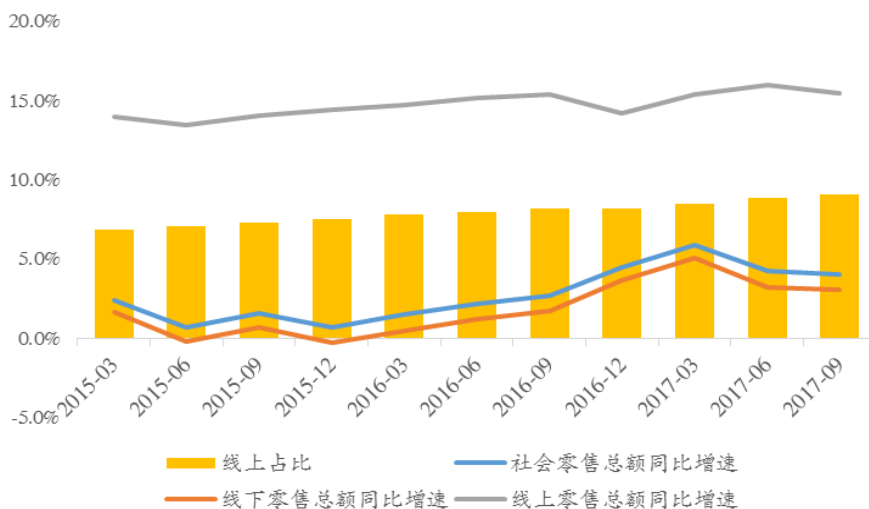
自有产品销售额同比增长对整体可比销售额增长贡献	4.60%	5.30%	3.70%	1.90%	0.70%
第三方产品销售额同比增长对整体可比销售额增长贡献	-0.20%	0.40%	0.30%	0.90%	0.70%
总可比销售额	4.40%	5.70%	4.00%	2.80%	1.40%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2 15 年开始线上平台效率及用户体验上不断提升，美国传统百货业受到全面冲击

15 年以来美国整体社会零售增速出现下滑，然而线上销售却依旧保持快速增长，这使得美国线下零售在 15 年开始出现负增长。15 年二季度开始美国整体零售额增速开始下滑，然而由于以亚马逊为代表的线上平台的迅速规模化，线上零售在美国零售中的占比提升明显。这使得社会整体的线下零售增速在 15 年二季度和四季度甚至出现负值。

图表 10：美国线下零售 15 年开始增速下滑



资料来源：WIND，东吴证券研究所

线下整体零售数据的下滑，对梅西百货等传统百货的业绩带来了巨大影响。

图表 11：梅西百货 15 年之后业绩下滑

	2015	2016	2017H1
总可比销售额	-2.50%	-2.90%	-3.60%
自有产品销售额同比增长对整体可比销售额增长贡献	-3.00%	-3.50%	-4.00%
第三方产品销售额同比增长对整体可比销售额增长贡献	0.50%	0.60%	0.40%
营业总收入 (亿美元)	270.8	257.8	108.9
YOY	-3.7%	-4.8%	-6.4%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

我们认为近两年美国线上零售对线下带来冲击的原因在于，线上平台在规模不断扩大以及数据不断完善后带来的效率提升，使其在消费体验等方面超越了包括梅西百货在内的美国传统百货，零售商为消费者提供优质产品筛

选、背书以及优质购物体验的本质被线上平台不断演绎进化。

首先,亚马逊 Prime 会员业务在 15 年以来通过服务质量的提升为消费者不断带来更好的购物体验,使得会员数量提升迅速,对传统百货带来冲击。我们认为越来越多消费者成为亚马逊的会员,对传统百货业带来了较大的冲击。15 年开始,亚马逊 Prime 的同日送达服务以及按月付费的短期会员服务开始推出,这对消费者在线上购物的体验以及充值的灵活度上均带来明显的提升,亚马逊 Prime 的会员数量也在 15 年以来出现爆发式的增长。

图表 12: 亚马逊 Prime 发展部分发展历程

2005	Prime 诞生,价格为 79 美元/年,用户可以享受免费的 2 日达,以及更低价的 1 日达服务
2011.2	Prime 会员可以享受 Amazon Video 提供的视频服务
2011.11	Prime 会员拥有免费的大量电子书阅读权限
2014.3	会员价由 79 美元/年提高至 99 美元/年
2014.6	推出 Prime Music 服务,提供会员上百万首免费歌曲
2014.11	推出 Prime Photos 服务,会员可以在 Amazon Drive 上获得无限量的照片存储空间
2014.12	推出 Prime Now, 曼哈顿的会员可以获得 1 小时送达 (7.99 美元) 或者 2 小时送达 (免费)
2015.3-2015.5	Prime Now 在更多城市被推广
2015.5	在美国 14 个地区推出免费的同日达服务
2016.4	同日达服务扩大至美国 27 个地区
2016.4	推出 10.99 美元/月的会员价格
2016.9	推出 Twitch Prime, 用户可以在 Twitch 平台上享受无广告内容,以及购买游戏的折扣

资料来源: DonG 零售研究部, 东吴证券研究所

亚马逊并没有官方公布过 Prime 会员人数,但是根据 BI Intelligence、DonG 等第三方机构的预测数据,我们可以看到亚马逊 Prime 会员的人数从 14 年的 2000 万级别迅速上升至 15 年一季度 4000 万的级别,并在此后持续保持着较高的增长速度。我们认为亚马逊 Prime 服务质量的不断提升,正是让亚马逊 14、15 年会员数量快速增长的重要原因。

图表 13: 亚马逊 Prime 预计会员人数

(单位: 百万)	2015/3	2015/6	2015/9	2015/12	2016/3	2016/6	2016/9	2016/12	2017/3
预计 Prime 会员人数	41	44	47	54	58	63	65	74	80
YOY					41.5%	43.2%	38.3%	37.0%	37.9%

资料来源: DonG 零售研究部, 东吴证券研究所

另一方面,随着亚马逊会员及数据量的迅速增长,其在对产品的筛选和精准推送上也不断进步。随着亚马逊在会员数量不断增长的情况下,其所掌控的数据量也在迅速增长,在此基础上亚马逊为消费者提供的诸如“愿望清单”、“为你推荐”、“浏览历史”、“与你浏览过的相关商品”、“购买此商品的用户也买了”等等个性化购物服务精确性和频率也均在不断提升。同时,随着亚马逊平台规模的扩大,其 SKU 数量也在快速增长,更全的产品和更为精

准的营销服务，让亚马逊能够为消费者提供更好的服务。

3. 我国传统百货需要通过提升零售能力获得生存空间： 银泰率先联合阿里进行全渠道商业模式探索

阿里于 2017 年 5 月完成对银泰的私有化收购，以超过 40% 的溢价、耗资 177 亿人民币对银泰进行了私有化，而这一举动也是直到目前，阿里在线下百货领域的唯一布局。

我们认为对于我国百货而言，通过与线上平台巨头的合作来提升自身的零售效率，是其在与其他渠道之间争夺流量的核心竞争力。在线上高效冲击以及购物中心通过体验消费抢夺线下流量的背景下，我国传统百货更加需要通过提升零售能力获得生存空间。我们看到无论国内外，互联网带来的更高效、便捷的购物体验对于消费者有着较强的吸引力；我们认为借助线上平台的高效率，我国百货自身零售能力较差、运营效率较低的问题有望得到解决。

首先，通过与线上平台的打通，消费者行为的数据化能够提升百货商场有效匹配消费者和商品的能力，让消费者感受到百货作为零售商为其提供商品筛选和背书服务的本质。一方面，虽然我国百货商场不可能迅速由联营模式切换至自营模式，但是其可以借助线上平台的数据挖掘处理能力，分析消费行为和时尚潮流，逐步开始主动为客户筛选、推送商场内合适的品牌与商品。以银泰为例，喵街现在已能够对银泰超过 200 万的会员通过贴标签的方式管理，通过对会员包括年龄、性别、收入情况等维度的分析进行精准营销和其他服务。另外，银泰 APP 也可以根据会员在银泰和淘宝天猫平台的购物记录识别其需求进而进行类似“千人千面”的展示。

更进一步，根据线上线下获得的数据反馈，我国的百货也可以逐渐尝试自主挑选产品进驻商场，逐步向自营模式转型，重新迈出自主选择商品的步伐。还是以银泰为例，其于 15 年双十一开始尝试的“集货”项目，正是其在线上线下全渠道买手模式上的尝试。“集货”的门店均处于银泰商场中，其所挑选的产品均是银泰自己通过线上线下的大数据搜索，从面料、销量、设计和评价等多个角度筛选出的高性价比爆款。这些产品线上线下同款同价，既有设计师品牌，也有比如韩都衣舍的淘品牌，里面的品牌每三月更换一次保证店铺中品牌的时效性。我们可以看到，大数据的分析和预测，开始逐渐让传统百货有信心自主挑选商品提供给消费者，这是传统百货开始回归零售商的重要一步。

图表 14：银泰“集货”项目



资料来源：公开资料，东吴证券研究所

同时，在与线上平台打通之后，传统百货同样需要在供应链上做出改革，一方面满足线上线下同款同价的需要，更重要的是全面提升产品性价比。作为百货而言，提升产品性价比的核心就是缩短供应链层级，用最高效的办法实现品牌与消费者之间的接触。对于我国传统百货而言，由于其以往以对接各品牌代理商的模式引入品牌，因此过多的层级往往会让产品的加价倍率偏高，因此相较于欧美百货，中国百货中的产品性价比往往较低。

目前以银泰为例，其在与阿里平台打通之后在推进线上线下同款同价的同时，正努力让旗下的各个百货商场能够直接对接品牌商。银泰希望通过砍掉中间的无效环节、提升产品性价比的同时，让线上线下的同款同价不会再被原先的代理商层级所干扰。在 15 年以来的“双十一”中，银泰均实现了线上线下的同款同价，这让其在每年“双十一”的线下活动中均获得了较高的关注度。

图表 15：银泰双十一线下门店情况



资料来源：公开资料，东吴证券研究所

4. 百货业态展望与投资建议：百货全渠道改革需要规模效应，我们看好百货行业与线上合作带来的投资机会

我们认为百货作为零售商的本质，即通过对消费者和商品的契合匹配为消费者提供优质商品的初选、背书这一过程，需要一定的规模效应以提升效率。首先，从分析获取消费者数据的角度，分析预测的精确性与数据量有着直接的关系。以银泰为例，其目前线下 200 万会员数量其实依旧相对较小；由于线上线下较为不同的消费行为差异，银泰仍需要不断扩大会员数量，以提高对线下消费者行为习惯分析的准确性。其次，在供应链端，采购规模的不断扩大一方面有利于百货进行类似银泰集货这样的自营尝试，降低进货成本，另一方面也有利于商场在跳过代理商直接对接品牌商这一过程的推进。

目前我国百货行业市场依旧较为分散，各家百货更多集中于部分区域，未来依旧有整合空间。以银泰为例，截止 16 年底，其共经营 29 家百货和 20 家购物中心，员工人数 7130 人，实现零售收入 55 亿，这样的规模相较我国巨大的百货零售市场明显较小。同时我国的百货市场依旧较为分散，各地域均存在区域龙头（例如，银泰 49 家门店中浙江占据 31 家），因此市场并没有形成具有明显优势的龙头。我们认为线上平台依旧需要拓展线下规模以提升全渠道运营效率，其未来依旧需要对各地百货进行整合进而提升在线下整体的规模效应。

因此，我们预计未来会有更多类似银泰的传统百货开始加大线上业务的布局，如与线上巨头的合作方式等，借助线上平台的帮助提升自身的零售能力及运营效率。在目前 A 股的百货上市公司均属于区域龙头且效率具备提升空间的情况下，我们认为线上巨头继银泰之后会持续扩大其在线下的业务范围，与更多传统百货展开合作。由于我们看好新模式开展后传统百货在效率上的提升，因此我们建议对 A 股的整个百货行业提高关注。

5. 风险提示

整体消费环境转冷：百货业销售与整体消费环境相关度较高，若整体消费需求在宏观经济波动等因素的干扰下出现下降，百货业公司的业绩可能会受到影响。

线上平台整合进度不及预期：由于我国的传统百货更多以区域龙头的形式存在，同时其大多有国资背景，这使得线上平台对其整合的难度相较整合民营企业较大。

线上线下渠道整合效果不及预期：线上线下渠道的融合涉及到产品、数据、供应链等全方位的整合梳理，因此进度可能较慢。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

