

商业贸易

证券研究报告

2018年05月16日

消费升级倒逼外资退出，本土零售品牌崛起，全渠道龙头强者恒强！

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

吴晓楠

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517050001

wuxiaonan@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业研究简报:整体优秀,内部分化:化妆品行业高景气度,百货盈利能力强化,继续关注龙头!》 2018-05-02
- 2 《商业贸易-行业专题研究:基于京东大数据推出的《2018 大消费行业系列报告》》 2018-04-23
- 3 《商业贸易-行业点评:教育部出台民促法实施条例意见稿,教培机构分类管理》 2018-04-21

外资逐渐退出,中国本土零售品牌日益崛起。5月11日利群股份公告称与乐天购物(香港)签署《经营性商场收购之股权转让合同》,作价16.65亿收购其15处房产&72家门店的经营性商业资产。本次收购完成后利群门店数量将实现翻倍增长,山东区域零售商跨越式成长为横跨山东、江苏、安徽、浙江、上海五大区的全国性商业集团。时间向前推移,我们看到此类“外退内入”的案例并非个体现象,似乎已形成趋势,不到半年时间内:①1月阿里完成对高鑫零售要约收购,直接+间接持有其31.12%股权,与一致行动人吉鑫控股共持股71.98%,技术输出赋能欧尚&大润发线下461家大卖场实现新零售升级,优化供应链同时共同探索超市新业态渠道下沉落地计划;②1月23日,永辉、腾讯与家乐福达成中国区经营战略合作意向,各方优势资源共享,规模扩大形成对上游生产商及品牌商的渠道议价力进而获取成本优势,提振在华业务;③4月,物美商业集团拟收购韩国乐天集团在北京部分门店,进一步提升北京市场规模,强化竞争优势(澎湃)。外资企业逐步退出中国市场,本土零售品牌承接业务资源,通过改造升级优化原有模式,强化经营能力。经历本轮并购整合,本土零售公司竞争实力将进一步优化,承接海外资源做大规模,依托行业整合实现升级提速,最终强者恒强!

投资建议:继续关注细分领域龙头!综合以上分析,我们认为:外资逐步退出,本土零售品牌崛起已成为行业趋势。中国商业流通进入新零售时代,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;此时恰逢外界零售环境复苏、电商开启融合时代,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。从新零售阵营角度建议关注:

- 1.阿里系:苏宁易购、高鑫零售、百联股份、三江购物;
- 2.京腾系:永辉超市、天虹股份、步步高、红旗连锁、中百集团;
- 3.其他:王府井、家家悦等。

风险提示:行业整合不达预期;消费复苏持续性存在不确定性;利群收购事宜尚需提交公司股东大会审议以及政府相关部门批准;对业绩的影响带来的风险



■**外资逐渐退出，中国本土零售品牌日益崛起。**5月11日利群股份公告称与乐天购物（香港）签署《经营性商场收购之股权转让合同》，作价16.65亿收购其15处房产&72家门店的经营性商业资产。本次收购完成后利群门店数量将实现翻倍增长，山东区域零售商跨越式成长为横跨山东、江苏、安徽、浙江、上海五大区的全国性商业集团。**时间向前推移，我们看到此类“外退内入”的案例并非个体现象，似乎已形成趋势，不到半年时间内：**①1月阿里完成对高鑫零售要约收购，直接+间接持有其31.12%股权，与一致行动人吉鑫控股共持股71.98%，技术输出赋能欧尚&大润发线下461家大卖场实现新零售升级，优化供应链同时共同探索超市新业态渠道下沉落地计划；②1月23日，永辉、腾讯与家乐福达成中国区经营战略合作意向，各方优势资源共享，规模扩大形成对上游生产商及品牌商的渠道议价力进而获取成本优势，提振在华业务；③4月，物美商业集团拟收购韩国乐天集团在北京部分门店，进一步提升北京市场规模，强化竞争优势（澎湃）。**外资企业逐步退出中国市场，本土零售品牌承接业务资源，通过改造升级优化原有模式，强化经营能力。经历本轮并购整合，本土零售公司竞争实力将进一步优化，承接海外资源做大规模，依托行业整合实现升级提速，最终强者恒强！**

图1：零售龙头整合外资时间表

时间	投资方	投资标的	截至2017年底具体收购/合作门店情况
2018.5	利群股份	乐天购物（香港）控股有限公司100%股权	华东区72家门店 (江苏54+浙江4+安徽8+山东4+上海2)
2018.4	物美	韩国乐天集团在京门店	北京地区22家门店
2018.1	永辉、腾讯	家乐福（法国）中国区业务	中国大陆地区321家门店 461家门店
2018.1	阿里	高鑫零售31.12%股权	(东北区50+华北区47+华西区22+ 华中区73+华南区84+华东区185)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

■**外资企业出走原因：国内零售格局变迁+本土化不到位+供应链端优势欠缺。**①**电商侵蚀线下市场份额，运营成本提升压缩利润。**电商此前经历迅速增长快速抢占市场份额，近期零售新物种新模式频出引领消费新趋势，而外资企业一直反应迟缓，没有抓住发展良机；线上线下加速融合，带动形成对上游供应链更强的整合力，使得外企在成本端亦不再占据优势，同时租金与人力成本逐年刚性向上，其利润空间被大幅压缩。②**管理层本地化不到位，缺乏对中国市场深入了解。**管理层中过高的外国人员占比，使门店整体的运营和管理都沿用其本国方式或直接由总部决定，导致门店扩张、选址、管理等出现不符合中国实际的情况。如乐购的门店选址多按英美方式位于郊区地段，造成客流稀少，且集中采购导致卖场中商品本地化程度不足，造成产品滞销。③**供应链端无优势，生鲜品类落后本土企业。**家乐福虽然赋予各团队高度自主决策权，门店本土化程度较高，但其长期依靠供应商直接供货至门店，并未形成自己的供应链协同体系，对比来看：永辉等国内本土商超通过买断、直采等方式一直在不断扩充自己的生鲜供应链体系，成本 and 产品质量均处于优势地位。④**业态单一无法满足消费多元化升级需求。**很多以卖场形式进入中国的外资企业，在享受了早期消费红利后仍固守单一业态，在当下体验式消费需求日益提升的趋势下，因缺乏新模式而丧失消费吸引力。

■**中国商品流通迈入新零售时代！**经历2012-16持续5年的调整与变革后，实体零售已在品类、品牌、渠道等多维度进行了升级与优化；同时随着阿里、京腾分别对线下资产不断整合，电商开启从排挤到融合的商业模式，智慧零售、无界零售各种提法不断出现，产业正式进入新零售时代。①**规模效应带动全渠道零售龙头市占率进一步提升！**龙头企业凭借其在全国范围内的充分布局和率先进行的多业态、全渠道拓展将充分受益低线城市消费崛起和消费升级带来的新一轮消费红利释放。而在外资频繁退出的背景下，兼具资金和运营优势的企业将获得更多的整合资源从而不断扩充自身实力与规模。②**线上线下融合优化**

企业供应链与营运能力，实现降本增效。新技术应用及体验式服务引入重聚人流，线下商业借助互联网平台的上游货源、供应链优势形成联合采购，合纵连横的过程中提升对品牌的渠道议价力，带动行业平均毛利率向上；依托互联网技术，企业在中后台系统、前端支付、会员、营销等领域都在逐步进行数字化升级，整体运营效率提升带动费用率稳步下降，相关上市公司近期业绩中净利润增速普遍大于收入增速。③**实体零售多维度变革，获客能力持续提升。**超市进行生鲜改造与选品整合；百货向购物中心、奥特莱斯多元化拓展，渠道逐渐下沉；专业零售实现线上线下高度融合；线下实体智能化、场景多样化多方面升级，重新汇聚客流带动同店持续恢复。在新一轮消费驱动力带动下，对国内消费者需求掌握更加充分、对改革创新更有积极性、资本支持更加坚实的多重优势下，国内零售企业将迎来新的发展生机！

■投资建议：继续关注细分领域龙头！综合以上分析，我们认为：外资逐步退出，本土零售品牌崛起已成为行业趋势。中国商业流通进入新零售时代，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；此时恰逢外界零售环境复苏、电商开启融合时代，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。从新零售阵营角度建议关注：

1. **阿里系：**苏宁易购、高鑫零售、百联股份、三江购物；
2. **京腾系：**永辉超市、天虹股份、步步高、红旗连锁、中百集团；
3. **其他：**王府井、家家悦等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com