

## 商业贸易行业

# 海外巡礼系列之永旺——并购整合成就的商业帝国

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-07-01

相对市场表现



### ● 并购如何整合提效，永旺经验值得借鉴

永旺集团（8267.T）是以零售为核心的大型跨国商业企业集团，FY2019，永旺集团营收 85,182 亿日元，净利润 236 亿日元。在日本实体零售市场份额达到 7.1%，领先 Seven & I 集团成为日本第一大零售集团。永旺成长史是一部并购整合史，是少有的依靠持续并购整合，实现扩张的综合零售集团。

国内电商的迅猛发展打破原有区域割据的零售市场，国内线下零售的大整合时代正迅速到来。领先的电商及线下零售公司已开启大面积收购整合。阿里巴巴入股高鑫零售、腾讯&京东入股永辉超市、苏宁易购收购家乐福中国等，均是近年来震撼业界的大型整合案例。而伴随收购而来的问题，便是如何整合提效。

永旺经验值得借鉴：1) 从并购整合理念来看，历经“中央集权”、“联邦经营”、“松散联合”到纯控股体制。2) 从并购风险管控来看，采取培育成功后兼并的联合孵化策略，及双向发展并购策略，促进整合稳健开展。3) 从并购标的选择来看，善于投资经营不善但品牌/资产优质标的。4) 从资源整合方式来看，注重地域整合、品牌重塑，效率提升。

### ● 月度观点：通胀压力可控，关注低估值可选消费的预期修复

1) 从边际变化来看，通胀水平或在 6 月达到全年最高峰后逐步回落，可能影响市场对超市板块的情绪，但我们认为超市板块龙头更多享受  $\alpha$  估值溢价，外延扩张加速的永辉超市仍是超市首选；2) 可选消费已经进入合理价值区间（典型百货龙头王府井触及 1 倍左右的 PB 估值），值得关注；3) 电商仍然是增速最快的细分业态，低线级用户的渗透、高性价比马太效应的爆发以及存量用户连带消费的崛起是较为确定的行业红利，南极电商、珀莱雅、苏宁易购均受益于此；4) 古法金工艺通过产品逻辑驱动终端销售增长，全球降息大幕开启通过金价逻辑刺激黄金饰品销售，利好周大生、老凤祥。

苏宁易购拟 48 亿元现金收购家乐福中国 80% 股权，强化大快消业务竞争力，我们认为市场对苏宁非电品类的扩张潜力需重新积极评估；另外，公司公告苏宁小店出表，持股比例降至 35%，显著降低上市公司业绩风险。家电销售逐步回暖、苏宁小店剥离、物流对外服务提升利用率等亦有望带动经营利润改善。

七月组合：苏宁易购、南极电商、永辉超市、周大生、老凤祥

风险提示：宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业变革；电商持续分流，实体零售承压；集中度提升线上竞争加剧。

分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：

林伟强



SAC 执证号：S0260517090003



021-60750607



linweiqiang@gf.com.cn

请注意，林伟强并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

商业贸易行业：寻本溯源，存量 2019-06-24

市场的突围之道

商业贸易行业：海外巡礼之 2019-06-02

Shopify——私域流量变现的“卖铲人”

商业贸易行业：海外巡礼系列 2019-05-08

之 Jumia——快速崛起的非洲电商之星

## 重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码      | 货币  | 最新<br>收盘价 | 最近<br>报告日期 | 评级 | 合理价值<br>(元/股) | EPS(元) |       | PE(x) |       | EV/EBITDA(x) |       | ROE(%) |       |
|------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
|      |           |     |           |            |    |               | 2019E  | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E        | 2020E | 2019E  | 2020E |
| 南极电商 | 002127.SZ | CNY | 11.24     | 2019/4/28  | 买入 | 14.3          | 0.51   | 0.67  | 22.04 | 16.78 | 20.50        | 15.70 | 25.1%  | 24.9% |
| 苏宁易购 | 002024.SZ | CNY | 11.48     | 2019/4/30  | 买入 | 16.36         | 1.91   | 0.55  | 6.01  | 20.87 | 27.56        | 17.48 | 18.4%  | 5.1%  |
| 永辉超市 | 601933.SH | CNY | 10.21     | 2019/4/26  | 增持 | 10            | 0.25   | 0.31  | 40.84 | 32.94 | 34.87        | 23.75 | 10.9%  | 12.1% |
| 天虹股份 | 002419.SZ | CNY | 13.06     | 2019/4/28  | 买入 | 15.5          | 0.87   | 0.98  | 15.01 | 13.33 | 10.47        | 9.89  | 14.2%  | 13.9% |
| 王府井  | 600859.SH | CNY | 15.19     | 2019/4/30  | 买入 | 22            | 1.70   | 1.91  | 8.94  | 7.95  | 6.40         | 5.94  | 11.3%  | 11.7% |
| 周大生  | 002867.SZ | CNY | 34.19     | 2019/4/28  | 买入 | 42.8          | 2.13   | 2.66  | 16.05 | 12.85 | 13.87        | 11.06 | 20.9%  | 20.6% |
| 老凤祥  | 600612.SH | CNY | 44.70     | 2019/4/26  | 买入 | 48.8          | 2.71   | 3.13  | 16.49 | 14.28 | 10.79        | 9.24  | 18.5%  | 17.7% |
| 爱婴室  | 603214.SH | CNY | 36.67     | 2019/5/13  | 买入 | 44.4          | 1.48   | 1.81  | 24.78 | 20.26 | 15.91        | 13.10 | 15.2%  | 16.5% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、月度专题：海外巡礼系列之永旺——并购整合成就的商业帝国 .....  | 5  |
| （一）解构永旺发展：多元化并购联合，缔造零售帝国 .....       | 6  |
| （二）永旺并购动因：迎接挑战，走向联合 .....            | 10 |
| （三）并购整合：差别化整合，效率提升，业绩稳健，估值优势明显 ..... | 14 |
| 二、月度投资策略：通胀压力可控，关注低估值可选消费的预期修复 ..... | 16 |
| 三、月度行业数据 .....                       | 19 |
| 四、月度聚焦 .....                         | 22 |
| （一）投资策略半年报：寻本溯源，存量市场的突围之道 .....      | 22 |
| （二）“古法金”迎来风口，新工艺与金价上涨利好黄金饰品销售 .....  | 22 |
| （三）从悠选家纺专卖店看南极如何顺应阿里趋势 .....         | 23 |
| 风险提示 .....                           | 24 |

## 图表索引

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 永旺营收增长高峰期对应密集并购期 .....             | 5  |
| 图 2: 永旺利润端、资金端健康 .....                  | 5  |
| 图 3: 永旺发展历程 .....                       | 5  |
| 图 4: FY2019 永旺各业务营收贡献占比 .....           | 7  |
| 图 5: FY2019 永旺各业态营业利润贡献占比 .....         | 7  |
| 图 6: 走向亚洲, 不断扩展的永旺集团 (FY2019) .....     | 7  |
| 图 7: 永旺旗下业态覆盖消费者各种场景 .....              | 9  |
| 图 8: 2010 年以来永旺毛利及费用率平稳 .....           | 10 |
| 图 9: 永旺大型并购与发展方向 .....                  | 10 |
| 图 10: 日本零售行业市场集中度提升 .....               | 12 |
| 图 11: 日本线下零售行业市场规模收缩 (十亿美元) .....       | 12 |
| 图 12: GMS 业态发展 .....                    | 12 |
| 图 13: SM 业态发展 .....                     | 12 |
| 图 14: Welcia 营收、归母净利润双增 (十亿日元) .....    | 13 |
| 图 15: 永旺 FY19 海外市场门店数达到 4385 家 .....    | 14 |
| 图 16: 永旺海外门店分布 .....                    | 14 |
| 图 17: 永旺市值及 PE 历史变化 (TTM) .....         | 16 |
| 图 18: 永旺 PE 随并购大幅波动, PS 估值相对平稳 .....    | 16 |
| 图 19: 各板块月涨跌幅 (%) .....                 | 17 |
| 图 20: 按主题子板块涨跌幅 .....                   | 17 |
| 图 21: 按市值子板块涨跌幅 .....                   | 17 |
| 图 22: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股 6.28 收盘) .....   | 18 |
| 图 23: 申万行业估值横向对比 .....                  | 18 |
| 图 24: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法) .....     | 19 |
| 图 25: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 (%) .....      | 19 |
| 图 26: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比 .....     | 20 |
| 图 27: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 .....            | 20 |
| 图 28: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速 .....          | 20 |
| 图 29: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比 ..... | 21 |
| 图 30: 实物电商社零与累计同比情况 .....               | 21 |
| 图 31: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况 .....           | 21 |
| <br>                                    |    |
| 表 1: 永旺集团各事业组成、门店及主要子公司 .....           | 6  |
| 表 2: 永旺核心品牌 .....                       | 8  |
| 表 3: 2000-2018 年重大兼并、收购、商业联盟 .....      | 11 |
| 表 4: 1996-2009 年日本零售业格局变化 (十亿元) .....   | 11 |
| 表 5: 永旺药店领域部分并购、投资及合作 .....             | 13 |
| 表 6: 永旺并购/重组/联合策略 .....                 | 15 |

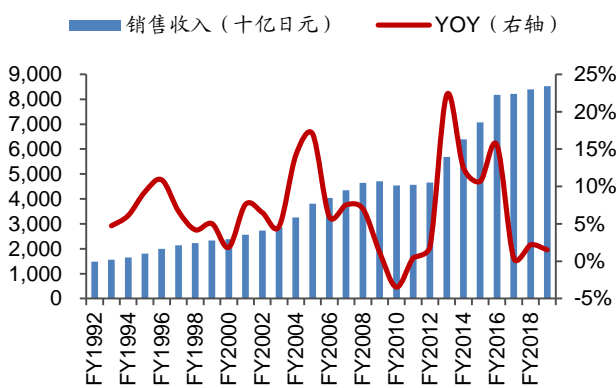
## 一、月度专题：海外巡礼系列之永旺——并购整合成就的商业帝国

永旺集团（8267.T）是以零售为核心的大型跨国商业企业集团，业务覆盖零售业、服务业、金融业、地产业等，位列2018年财富世界500强第103位。FY2019（永旺财年截至当年2月底），永旺集团营收85,182亿日元，净利润236亿日元。在日本实体零售市场份额达到7.1%，领先Seven & I集团（7-11母公司）成为日本第一大零售集团。

永旺成长史是一部并购整合史。公司前身为佳世客（JUSCO）株式会社即为1970年由多家零售公司合并而来。2000年和2010年前后，借由两次金融危机，永旺先后低成本将八百伴、大荣等日本知名零售企业，以及日本家乐福、日本TESCO乐购等跨国零售企业纳入旗下，成为少有的依靠持续并购整合，实现扩张的综合零售集团。

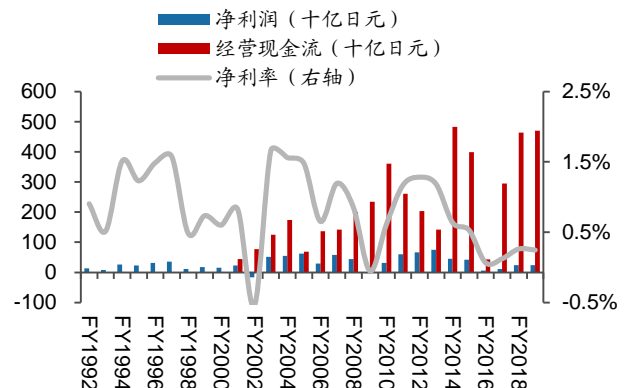
国内电商的迅猛发展打破原有区域割据的零售市场，国内线下零售的大整合时代正迅速到来。领先的电商及线下零售公司已开启大面积收购整合。阿里巴巴入股高鑫零售、腾讯&京东入股永辉超市、苏宁易购收购家乐福中国等，均是近年来震撼业界的大型整合案例。而伴随收购而来的问题，便是如何整合提效。本篇旨在通过对永旺集团发展史的回溯，提供部分借鉴参考。

图1：永旺营收增长高峰期对应密集并购期



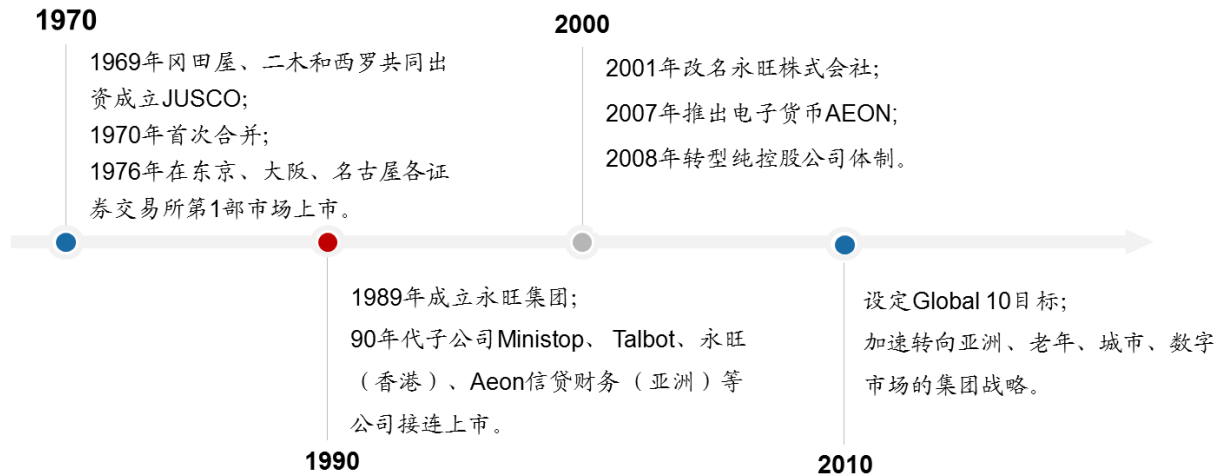
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心（永旺集团财年截至当年2月底）

图2：永旺利润端、资金端健康



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：永旺发展历程



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 1：永旺集团各事业组成、门店及主要子公司

| 事业部    | 主要店型       | 门店数   | 主要子公司                 |
|--------|------------|-------|-----------------------|
| GMS    | GMS        | 487   | AEON Retail           |
|        | SM         | 65    | AEON RYUKYU           |
|        | HC (家庭中心)  | 122   | SUNDAY                |
|        | SuC (超级中心) | 27    | AEON SUPERCENTER      |
|        | 专门店        | 1,070 | AEON LIQUOR           |
| SM     | SM         | 1,963 | Maxvalu Hokkaido、USMH |
|        | DS         | 555   | AEON BIG              |
|        | CVS        | 5,449 | MINISTOP              |
| 健康和保健  | 药妆店        | 4,817 | WELCIA、TSURUHA        |
|        | 专门店        | 147   | AEON FOREST           |
| 服务和专门店 | 专门店        | 4,892 | AEON Fantasy、COX      |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### (一) 解构永旺发展：多元化并购联合，缔造零售帝国

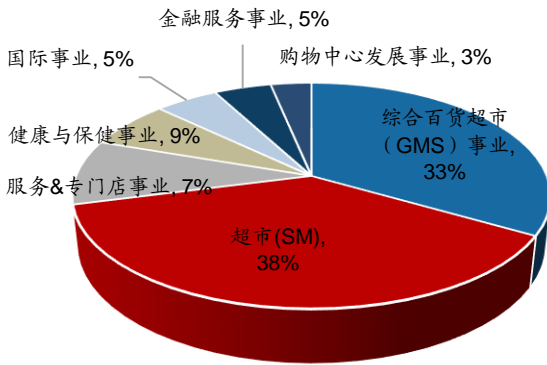
**多元布局打造零售生态闭环，构筑跨国零售帝国。**永旺作为大型商业企业，旗下业务涵盖零售、服务、金融、商业地产等诸多领域。其中零售业作为核心和连接器，旗下“万花筒”业态涵盖综合百货超市(GMS)、食品超市(SM)、折扣店(DS)、便利店(CVS)、购物中心(SC)、家庭中心(HC)、超级中心(SuC)，以及专门店和电子商务等诸多领域。相应依据子公司主营业态，集团组织架构主要划分为综合百货超市事业(GMS)、超市事业(SM)、健康和保健事业、购物中心发展事业、服务和专门店事业以及国际事业等板块。

**综合零售业态驱动规模增长，金融、商业地产等实现盈利变现。**FY2019(财年截至2月28日)，永旺集团营收85,182亿日元，同比增长1.5%；营业利润2,123亿日元，同比增长0.9%；归母净利润236亿日元，同比降低3.6%。综合零售业态(GMS、SM)是营收主要来源(贡献71%营收)；商业地产、金融及药店业态则是集团主要盈利来源(贡献72%营业利润)。截至期末，永旺集团旗下合计拥有门店21,516家，



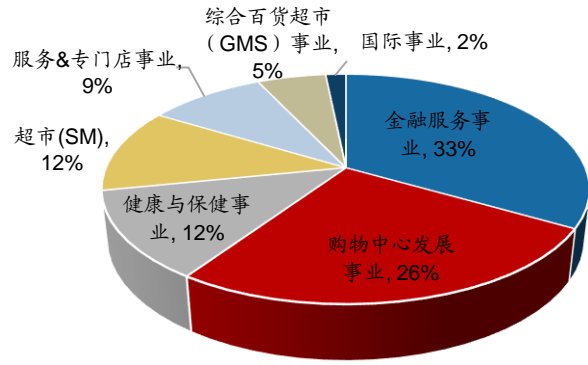
其中日本门店17,131家，海外门店4,385家，遍布中国、韩国和东南亚等亚洲各国。

图 4: FY2019永旺各业务营收贡献占比



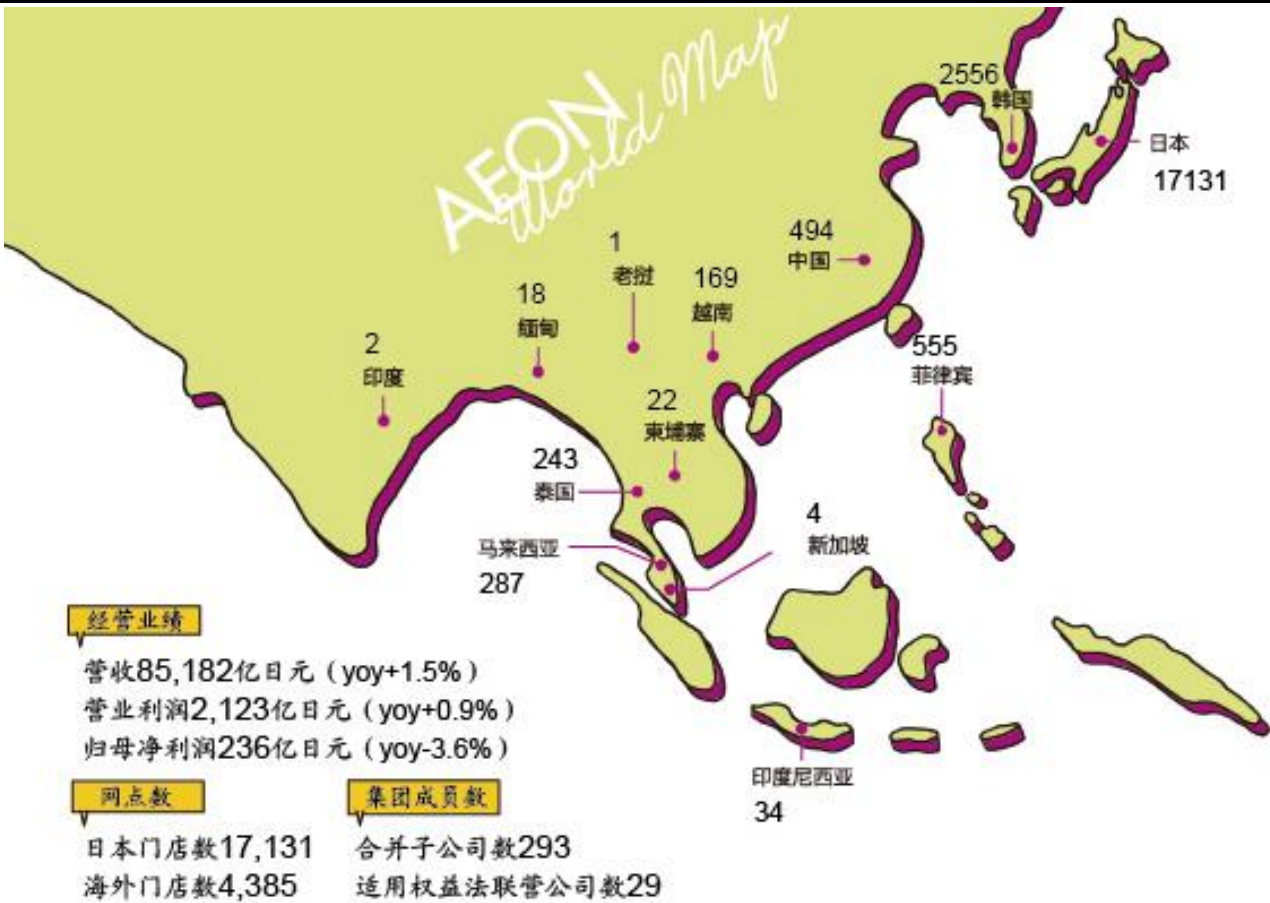
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 5: FY2019永旺各业态营业利润贡献占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 走向亚洲, 不断扩展的永旺集团 (FY2019)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

差异化业态矩阵, 覆盖消费者全消费场景。永旺业态定位差异化主要表现在:

- 1) 客群定位差异化。永旺集团旨在不断满足不同顾客需求。集团总体客群目标定位为工薪阶层和普通市民, 细分品牌则各有聚焦: 药妆店Welcia聚焦女性群体、Aeon fantasy主攻亲子娱乐、Aeon style主打品质消费群体、Aeon Big折扣店关注价

格敏感群体、战略小型店My Basket则贴近都市居民。2010年后，集团战略之一转向老年人市场，在部分店型的楼层设计和选品方面同步重点考虑了老年人需求。

**2) 销售品类差异化。**永旺关注生鲜食品、日用必需品的高频需求，几乎所有店铺均配备生鲜食品销售。差异化一方面表现在不同店型销售品类的差异化，如SM业态主打生鲜食品销售，GMS更偏向日用百货；另一方面表现在不同地区选品的差异化，集团2000年后提出“Glocal (Global+Local)”构想，2003年进一步强调区域策略，集团负责策略设计，给予地方更大自主权，区域公司立足地区顾客需求，负责地区选品。

**3) 店型差异化。**针对不同商圈覆盖力度采取不同店型，满足不同消费需求场景。DS/SM满足对食品、日用百货的高频采购需求，SC满足购物餐饮休闲娱乐一站式服务需求。就占地面积来看，最小的店为CVS便利店，约100平；SM/DS多作为核心店，一般经营面积在3000-7000平不等；购物中心SC则一般在3-10万平，并细分为小商圈购物中心NSC（约3万平，代表品牌Aeon Town）、社区购物中心SC（约7万平，代表品牌Aeon Mall）和区域购物中心RSC（超过10万平）；Aeon Town多以食品超市、折扣店为核心店；而Aeon Mall则以综合百货超市Aeon为核心店。

表 2: 永旺核心品牌

| 业态  | 主要品牌       | 品类            | 历史  |
|-----|------------|---------------|---|
| GMS | Aeon Store | 日用百货、食品等      | 2011年 Aeon Marche（家乐福）首次启用，后统一更名。诞生于2014年。  |
|     | Aeon Style | 食品            |   |
| SM  | Aeon       | 以社区为基础，食品和必需品 | 2011年 Aeon Retail 拥有的 Maxvalu 店 Nakajo Store 更名，后集团统一更名。<br>集团兼并超市企业后，按地区重组区域运营公司 Maxvalu+地区。含自有新开店及合并企业品牌转换而来。                             |
|     | Maxvalu    | 食品            |   |
| SC  | Aeon town  | 核心店：食品超市和折扣店  | 2011年 Rock Town 更名启用，Aeon Retail 和 Aeon Big 运营的 NSC 转移到 Aeon Town。<br>和钻石城合并后，2011年统一为 Aeon Mall +地区的形式。2013年永旺零售经营的54家永旺购物中心转移至 Aeon mall。 |
|     | Aeon mall  | 核心店：综合百货超市    |   |
| HC  | Sunday     | 家居家装          |   |
| DS  | Aeon Big   | 服装、日用必需品      | MV West, Midori 的原自有品牌，及 Maxvalu、Megamart 转换而来。   |
| CVS | Ministop   | 快餐、日用品        | 1980年开发品牌。  |

数据来源：公司官网资料整理，广发证券发展研究中心



图 7：永旺旗下业态覆盖消费者各种场景



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

得益于集团协同效应和规模优势，集团产品优质低价优势显著。永旺经营定位规模化、大型化、连锁化、全国化、信息化和国际化，各业态及门店定位差异化、特色化，商品主打优质低价低成本，极大考验着集团运营能力和供应链效率：

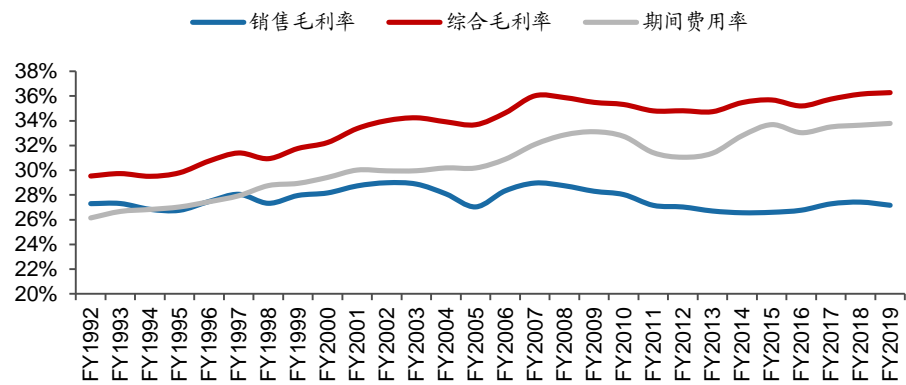
1) 联合与并购形成规模优势，对供应商议价能力强。集团供应商分为共通供应商和特别供应商，集团内共通供应商资源共享，集团统一采购量大，议价能力增强、产品成本降低。

2) 与厂商建立“战略同盟”，流通效率提升。集团注重对IT、物流等基础设施的投资，在领先的信息化系统支持下，集团建立了绕过中间批发环节的直接订货、柔性供应的流通体系。花王等公司与公司建立“战略同盟”，提高了生产计划性、缩短了交易路径、加快了商品流通，节省了流通成本，最终让利消费者。

3) 自产商品+自主品牌+自建流通网络，保障优质低价商品供应。以便利店业态Ministop为例，拥有大量自有品牌商品（贴牌+自产）和现场制作及自有物流配送的快餐。自主品牌Topvalu，得益于全球化经营下的资源优势，设计、采购、加工、销售，各环节经由内部网络实现。

4) 反映到财务指标上，永旺产品销售毛利率基本平稳，依靠服务（如金融）等提升综合毛利率，抵御费用端抬升趋势，实现稳定盈利。FY1992-FY2019，永旺产品销售毛利率始终稳定在27%附近，综合毛利率则由30%逐步提升至36%左右。

图8：2010年以来永旺毛利及费用率平稳

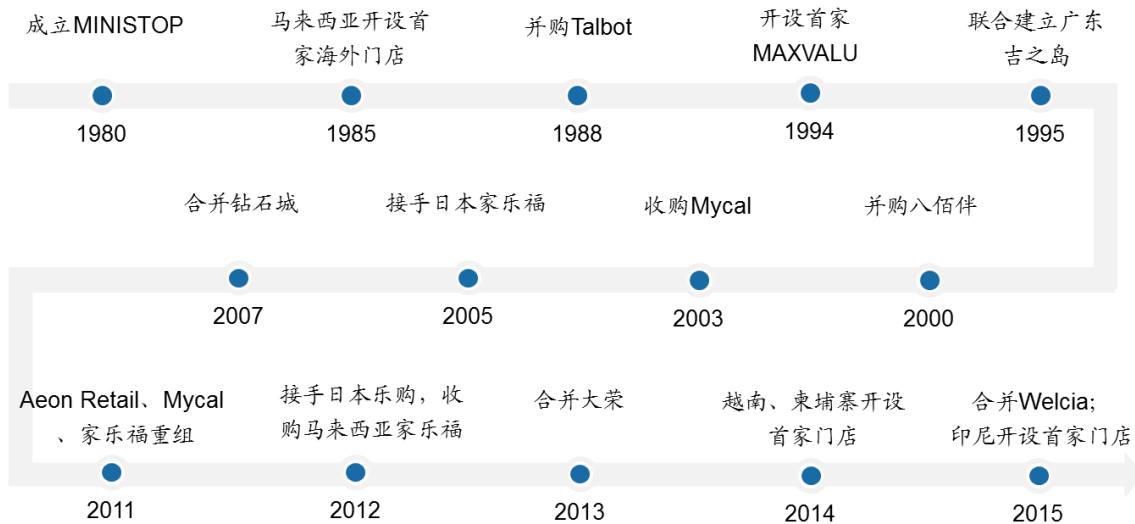


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

### （二）永旺并购动因：迎接挑战，走向联合

时代变革先驱，弄潮日本零售大并购时代。永旺依靠并购大规模扩张既是自身多元化发展需求，更是日本线下零售走向并购整合的时代缩影。1996年日本前十大零售公司中仅高岛屋百货仍然保持相对独立运营，其余各家均已经历大规模并购或被收购，日本零售行业集中度大幅提升，至2018年，永旺、Seven&I两大综合零售集团市场份额分别达到7.1%和5.8%，稳居行业前两名。

图 9：永旺大型并购与发展方向



数据来源：公司历年年报，广发证券发展研究中心

1) 1990年代，综合超市和百货为日本零售主流业态。日本大型零售公司，如大荣（综合超市）、伊藤羊华堂（综合超市）、佳世客（永旺前身，综合超市）、高岛屋（百货）、三越（百货）等，均以百货店和综合超市业态为主，一般专营百货或超市，专门店、便利店、购物中心等业态处于起步发展中，尚未形成规模效应，行业并购较少，且多为地方小规模收购，如1991年大荣收购忠实屋百货，1995年高岛屋重组横滨5家百货子公司等。

2) 2000年以后，外资零售大规模进入发展，同时亚洲经济危机后日本国内经济

长期停滞，零售行业进入整合转型期，行业洗牌加剧。这一阶段兼并收购主要集中在同业态之间，尤其是超市及百货业态，基本实现了强强联合，市场集中度大幅提高。标志性事件如2003年西武百货与崇光百货集团合并成立千禧零售，2005年日本7-11、伊藤羊华堂、Denny's Japan合并成立Seven&I控股等。永旺借助行业并购浪潮亦加开兼并收购，先后收购八佰伴百货（2000）、日本家乐福（2005）等。

3) 2010年以来，不同业态龙头走向联合，大型零售企业布局全生态。2008年金融危机之后，日本线下零售行业规模持续收缩，行业并购整合进入异业联盟新阶段，零售行业集中度大幅提升，并诞生了永旺、Seven&I控股为代表的综合零售控股集团。

**表 3：2000-2018年重大兼并、收购、商业联盟**

| 时间    | 事件  | 业态  |
|-------|---|-----|
| 2000年 | 永旺收购日本八佰伴   | 百货  |
| 2003年 | 西武百货与崇光百货集团合并成立千禧零售。                              | 百货  |
| 2005年 | 日本7-11、伊藤羊华堂、Denny's Japan合并成立Seven&I控股。          | 超市  |
| 2005年 | Seven&I控股收购千禧集团；永旺收购日本家乐福                         | 多业态 |
| 2005年 | 西友成为沃尔玛集团子公司。                                     | 超市  |
| 2007年 | 大丸和松坂屋宣布合并成立J Front零售集团。                          | 百货  |
| 2008年 | 三越百货和伊势丹宣布合并成立三越伊势丹。                              | 百货  |
| 2013年 | 永旺收购大荣百货  | 多业态 |
| 2014年 | 阪急与City' Super开始业务合作，同年收购泉屋。                      | 多业态 |
| 2014年 | 日本联合超市控股（永旺控股）子公司Kasumi收购丸悦。                      | 超市  |
| 2016年 | FamilyMart和优尼合并成立FamilyMart UNY控股，后入股折扣店运营商堂吉诃德控股 | 多业态 |
| 2018年 | 超市企业和泉与Seven&I控股建立商业联盟。                           | 多业态 |

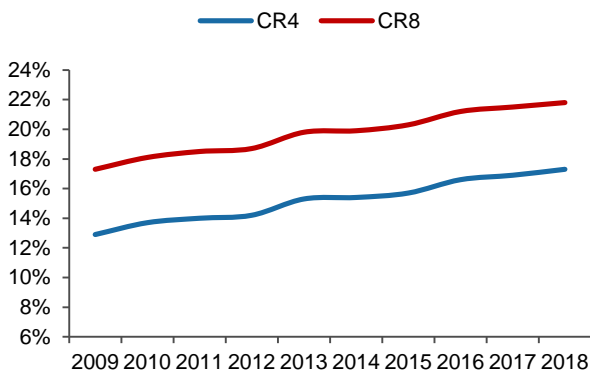
数据来源：各公司财报，日经流通新闻社，广发证券发展研究中心

**表 4：1996-2009年日本零售业格局变化（十亿元）**

| 1996年 |    |       |             | 2009年   |      | 2018年      |      |
|-------|----|-------|-------------|---------|------|------------|------|
| 企业    | 业态 | 营收    | 变迁          | 企业      | 市场份额 | 企业         | 市场份额 |
| 大荣    | 超市 | 2,503 | 并入永旺        | 7-11    | 4.8% | 永旺         | 7.1% |
| 伊藤羊华堂 | 超市 | 1,645 | 7-11前身      | 永旺      | 4.6% | 7-11       | 5.8% |
| 佳世客   | 超市 | 1,202 | 永旺前身        | 山田电机    | 1.9% | 全家优尼       | 2.6% |
| 麦凯尔   | 超市 | 1,053 | 并入永旺        | 罗森      | 1.6% | 罗森         | 1.8% |
| 西友    | 超市 | 1,023 | 并入沃尔玛       | 优尼      | 1.3% | 山田电机       | 1.6% |
| 高岛屋   | 百货 | 892   | 独立存在        | 三越伊势丹   | 1.1% | 沃尔玛        | 1.0% |
| 三越    | 百货 | 757   | 合并成立三越伊势丹   | J Front | 1.0% | 迅销         | 1.0% |
| 优尼    | 超市 | 640   | 合并成立全家优尼    | 全家      | 1.0% | 三越伊势丹      | 0.9% |
| 西武百货店 | 百货 | 635   | 合并成立千禧零售    | 沃尔玛     | 0.9% | 堂吉诃德       | 0.9% |
| 大丸    | 百货 | 509   | 合并成立J Front | 高岛屋     | 0.9% | Bic Camera | 0.8% |

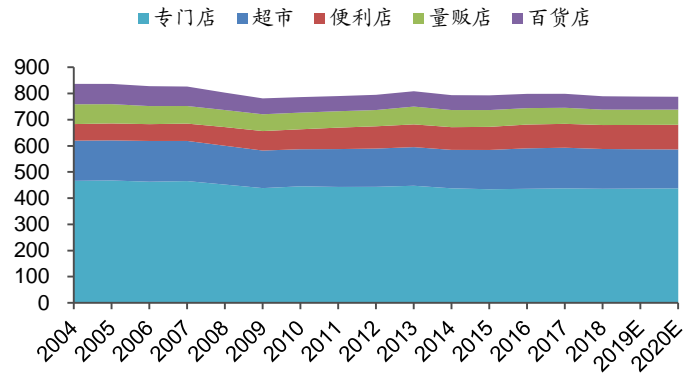
数据来源：日经流通新闻社，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 10: 日本零售行业市场集中度提升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 11: 日本线下零售行业市场规模收缩 (十亿美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

把握行业整合趋势之外, 并购扩张更是永旺顺应消费习惯变迁, 不断调整旗下主力业态的应对策略: 既是GMS/SM等原主力业态的做大做强, 更是进军DS折扣店、药妆店等新业态的重要手段。梳理永旺旗下各业态演化:

**1) SM&DS: 主打食品等高频消费品, 立足地方, 优质低价。** SM (大型食品超市) 业态是永旺并购的重点, 超市企业多为地方企业, 在地方具有垄断优势。永旺在超市业态始终居于领先地位即得益于广泛的并购。20世纪80年代开始, 永旺有意识的内部孵化+联合探索发展新业态, 并通过合资或并购方式, 稳健发展新业态。90年代后重心发展SM、DS等新业态, 利用集团信息化和立足地方顾客需求的优势下, 主打经营高购买频次、优质低价的食品、服装、日用百货等。2010年代在集团转向城市市场的战略引领下, 集团新孵化My Basket (小型都市超市) 和Acolle (小型折扣店) 等新业态, 加速扩张东京都市区域。

图 12: GMS业态发展



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: SM业态发展



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**2) 专门店与自主品牌: 迎合新兴、差异化消费需求。** 步入20世纪, 日本消费者对个性化的需求日益增长, 愿意为特定的目标产品及便利的购买渠道付出一定的溢价。对奢侈品追求和日用便利品低价的消费观念近年来在日本人当中相当普遍。永旺适时通过合并、合资等方式, 开设各类专门店, 如化妆品, 宠物相关用品及服务店“AEON PET”, 连锁店“G-GOOT”等品牌专卖店。2015年公司与欧洲运营小型冷冻食品超市公司Picard Surges SAS合作成立Aeon Saveur (冷冻食品专门店), 与欧洲运营小型有机超市的Marne & Finance Europe成立Bio c'Bon Japon (有机食品专门店), 获得良好的市场反响。建立自主品牌TOPVALU, 传达“提高顾客生活



品质”的理念，商品涵盖日用百货、服饰及食品。

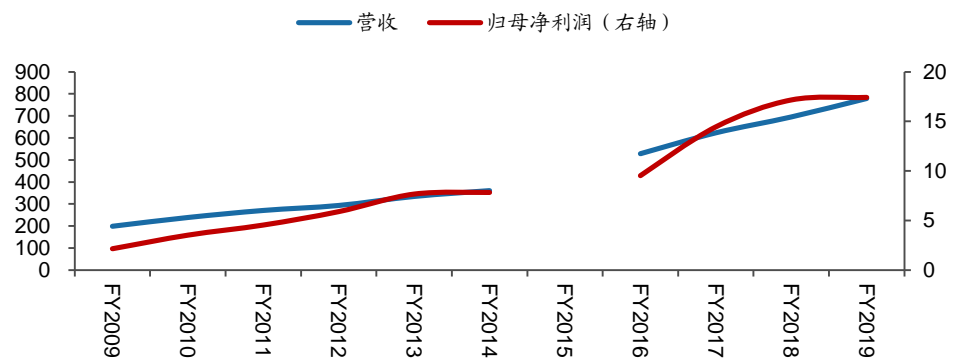
**3) 药妆店：并购合作，打造日本第一姚丹连锁。**2000年，永旺参股药店连锁企业Weicia（2014年正式控股并购），并以永旺Weicia为起点和旗下药店品牌，先后并购寺岛药局（2001）、清水药品（2008）、CFS（2015）等同行，创建起日本最大的药店连锁网络。FY2019，永旺Weicia营收7,791亿日元，毛利率30%，归母净利润174亿日元。

表 5: 永旺药店领域部分并购、投资及合作

| 时间    | 企业               | 并购/参股 | 动因   |
|-------|------------------|-------|--|
| 1999年 | Kraft            | 参股    | 日本药房连锁企业，在药店连锁领域建立基础   |
| 2000年 | Weicia           | 参股    | 采用 Weicia 作为集团药店连锁的 CI 标识，永旺 Weicia 集团由 11 个合作伙伴和佳世客的 H&BC（健康）部门组成。截至 2001 年 2 月，成为日本最大的药店联盟 |
| 2001年 | Welpark、寺岛药局、饭野等 | 并购    | 持续建立联盟，发展 Weicia 品牌  |
| 2008年 | 清水药品等 9 个药店运营商   | 合作    | 打造日本最大的本土药店连锁。与 9 个药店运营商建立合作伙伴关系   |
| 2014年 | Weicia           | 并购    | 旨在打造日本第一的药店连锁，巩固产生协同效应的联盟  |
| 2015年 | CFS              | 并购    | 利用其核心竞争力处方药业务，扩大全国药店网络，提升市占率   |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 14: Welcia 营收、归母净利润双增（十亿日元）

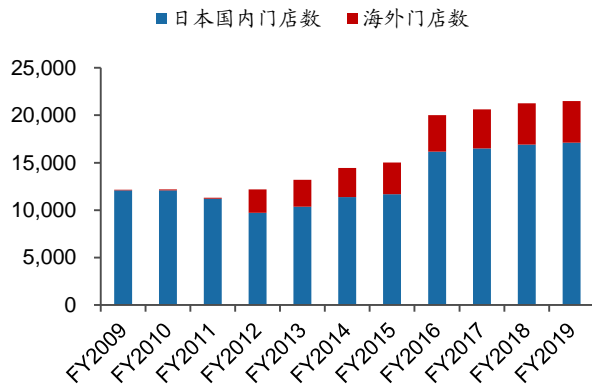


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心（受并表影响，WelciaFY2015 业绩未公布）

**4) SC与跨国扩张：把握全球化发展红利。**在国际扩张中，SC购物中心是永旺的经营重点。1985年在马来西亚建立首个海外超市。在海外开拓市场时，多以合资并购方式快速稳健实现跨国扩张。例如在中国市场，永旺进驻广东，与广东天茂百货合并成立广东永旺；进驻山东，与当地农村信用合作社合作成立青岛永旺，降低作为外来者面临的政治和文化风险，借力合作方市场、渠道、经验，快速打入新地域。FY2019，永旺海外市场门店数达到4385家。

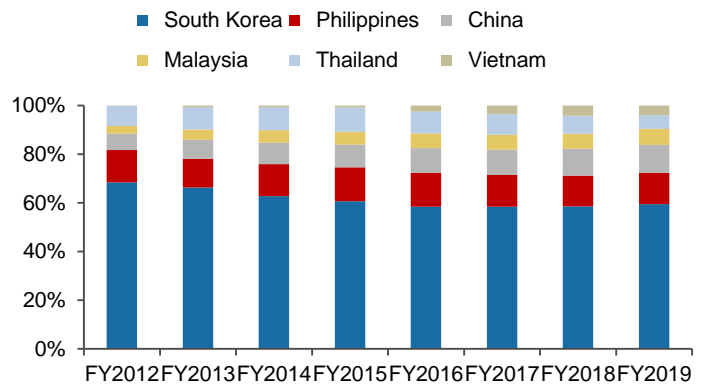


图 15: 永旺FY19海外市场门店数达到4385家



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 16: 永旺海外门店分布



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

### (三) 并购整合: 差异化整合, 效率提升, 业绩稳健, 估值优势明显

差异化并购整合, 集团稳步壮大。永旺根据经济形势和市场环境的变化, 以及针对被并购方区位、业态、发展状况等, 对并购整合采取差异化方式经营。

1) 从并购整合理念来看, 历经“中央集权”、“联邦经营”、“松散联合”到纯控股体制。不同时代、经济背景、企业发展状况下, 永旺采取的联合理念不同。高度集权、统一进货、标准化经营适用于经济高速发展时期, 快速抢占市场、实现连锁扩张。联邦经营赋予子公司较高自主经营权, 集团仅负责提供资金、管理、技术支持, 适用于企业壮大后, 经营灵活性的提高。松散联合则是控股集团实现集团企业间建立战略合作、优势互补的整合方式, 并购后原公司董事及高管继续任原职, 促进不同业态公司主动加入集团, 谋求协同共赢。2008年公司转换为纯控股公司后, 控股公司负责制定战略, 并成立专门公司专业运营共通职能, 如IT、物流、自有品牌等。公司负责战略设计以提升集团的协同效应, 与执行业务运营的运营公司之间明显分离。

2) 从并购风险管控来看, 采取培育成功后兼并的联合孵化策略, 及双向发展并购策略, 促进整合稳健开展。跨领域联合培育成功后兼并的孵化策略, 是永旺过去几十年来发展新业态和进入新区域的常用策略, 如90年代与家居家装企业京叶佳世客联合探索家庭中心HC, 与物业地产开发企业三菱商事共同成立钻石城, 共谋SC业态开发。先成立合资公司共同运营孵化后收购的, 极大降低了并购整合中的组织管理、企业文化等方面的风险。双向发展策略则是永旺在并购或与国外企业达成合作后, 通过技术引进、业务合作、合资经营等在国内加速发展相关业态, 如与欧洲运营小型冷冻食品超市公司Picard Surges SAS合作的同时, 在国内成立Aeon Saveur; 与欧洲运营小型有机超市Marne & Finance Europe合作成立Bio c'Bon Japon, 均得到较好的市场反应。

3) 从并购标的选择来看, 善于投资经营不善但品牌/资产优质标的。2000年, 八佰伴因经营不善面临破产, 永旺接手重组八佰伴, 通过永旺管理、技术、财力支援, 及集团背书, 构筑供应商及消费者信任, 八佰伴迅速恢复、发展。此后, 永旺再次接手Mycal、日本家乐福、马来西亚家乐福, 大荣百货等, 均是典型的陷入困境的优质零售品牌。

4) 从资源整合方式来看，注重地域整合、品牌重塑，效率提升。永旺遵循立足地方、关注地区消费差异化的策略，并购而来的公司基本通过重组实现地区集中化运营。以2015年整合大荣百货为例，子公司按地区分别继承到Aeon Hokkaido（北海道）和Aeon Store Kyushu（九州）和Aeon Retail。此外，自2000年起，SM业态基本实现以地域划分的重组，子公司多以Maxvalu+地域命名，如2000年5月，子公司Well Mart改名Maxvalu Nishinohon（西日本）；2000年10月，札幌食品中心和Hokkaido Jusco合并成为Maxvalu Hokkaido（北海道），Frex Acore改名为Maxvalu Chubu（中部）。专注重组后所在地区，致力于成为对当地社区贡献的企业。

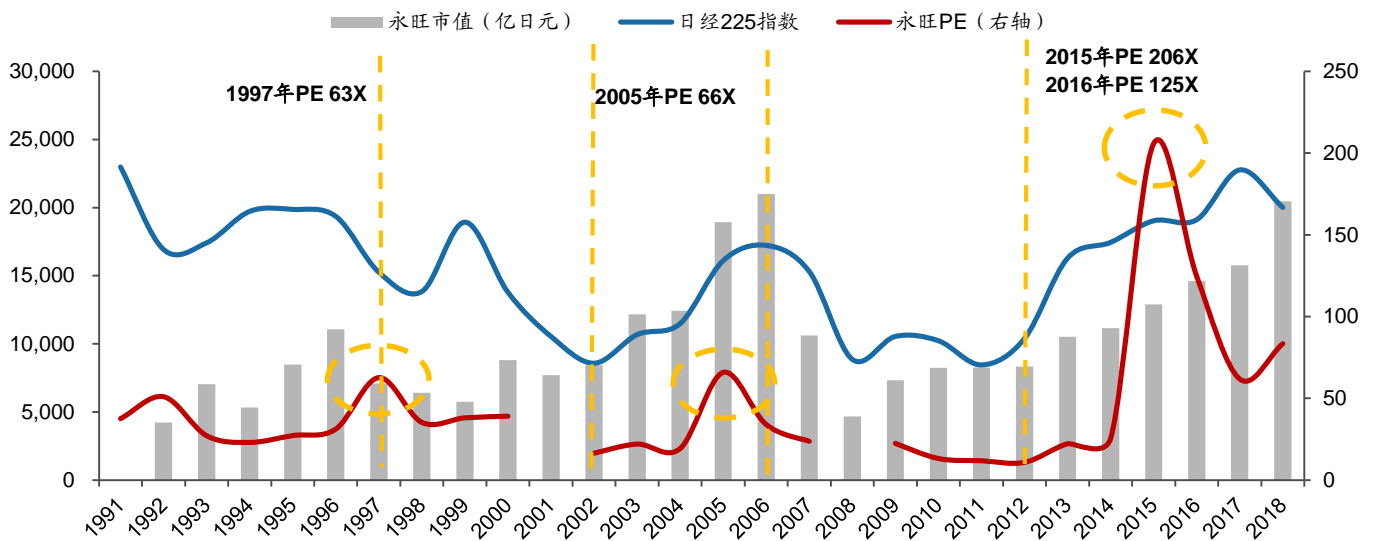
表 6: 永旺并购/重组/联合策略

| 时间        | 发展策略                      | 主要特点                            | 标的                      | 联合/并购方式                             | 典型案例  |
|-----------|---------------------------|---------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|---|
| 20世纪70年代初 | 中央集权                      | 提升规模效应<br>适用经济增长<br>时期快速扩张      | 地方零售企业                  | 与区域企业建立地区<br>分公司，集中管理、统<br>一调度、标准划一 | 二木、西罗公司   |
| 20世纪70年代后 | 联邦经营<br>多边经营              | 发挥地方企业<br>优势                    | 地方实力较<br>强、经营良好<br>零售企业 | 公司原组织架构、人事<br>不变                    | 扇屋公司、伊势甚公司等   |
| 20世纪90年代  | 松散联合                      | 孵化新业态                           | 各行业、业态<br>公司            | 合作入股/并购/联营<br>孵化后并购                 | 京叶佳世客、札幌食品中心、<br>Sunday、Welcia                              |
| 2000年代    | 纯控股体制                     | Glocal:<br>Global+Local<br>赋权地方 | 经营不善但资<br>产优质标的<br>区域龙头 | 按地区并入区域公司<br>资本/业务合作                | 接手八佰伴、Mycal、日本家<br>乐福、大荣等<br>入股 Posful、Kasumi               |
|           | 组织改革                      | 专业化<br>品牌化                      | 合并子公司/<br>关联公司          | 共通职能专业化运营、<br>品牌统一化                 | Aeon Retail 与原日本家乐<br>福、原 Mycal 重组；统一<br>Jusco、Saty 为 Aeon； |
| 2010年代后   | 加速转向亚洲、<br>城市、老年、数<br>字市场 | 全球化<br>信息化<br>新业态               | 城市、跨国、<br>医药、新业态、<br>电商 | 重要公司转为合并子<br>公司，提升该公司在集<br>团的地位     | 接手马来西亚家乐福，将<br>Welcia、大荣转为子公司，<br>并购电商 SSU 等                |

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

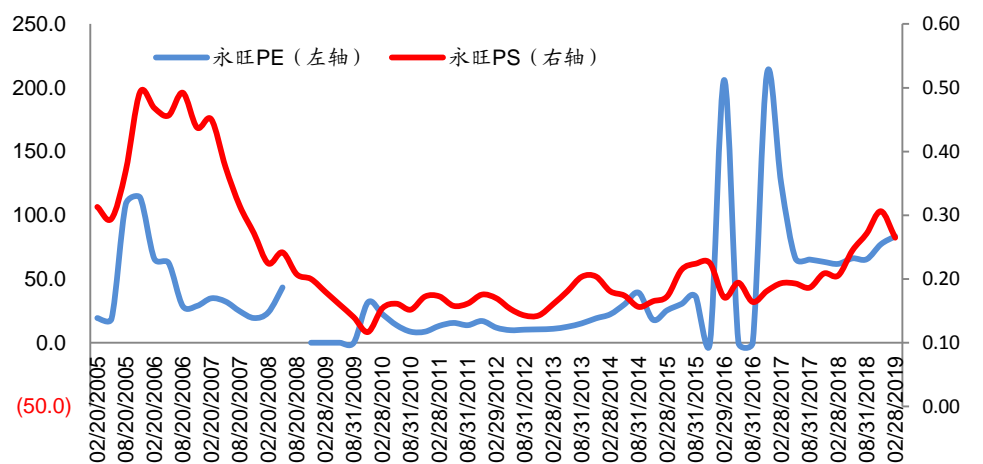
从市场表现来看，良好的并购消化能力助力公司市值和估值逐步提升。1) 经济低迷时期，高于同行。20世纪90年代初泡沫破裂，日本经济快速倒退，股票土地等资产价格急剧下跌，得益于泡沫经济时代对于零售产业的专注，永旺市值未出现大幅下跌。90年代永旺与时俱进发展食品超市、折扣店、便利店新业态，针对不同消费能力、消费品类、消费场景多元化布局，跨领域开展业务，市值体量上升。从PE来看，获市场认可，经济低迷时期高于同行，估值优势明显；2) 经济发展时期，屡创新高。2000年初，集团加速并购，尤其接手重组日本家乐福、八佰伴等，市值大幅回升。2012年以来，永旺转向亚洲市场、城市市场、老年市场、数字化市场的策略下，内部重组、效率提升，外部开启新一轮并购扩张，步入新一轮成长期；3) 从估值稳定性来看，PE估值由于受并购整合影响波动较大，PS估值相对平稳。2012年以来稳步抬升。

图 17: 永旺市值及PE历史变化 (TTM)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 18: 永旺PE随并购大幅波动, PS估值相对平稳



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

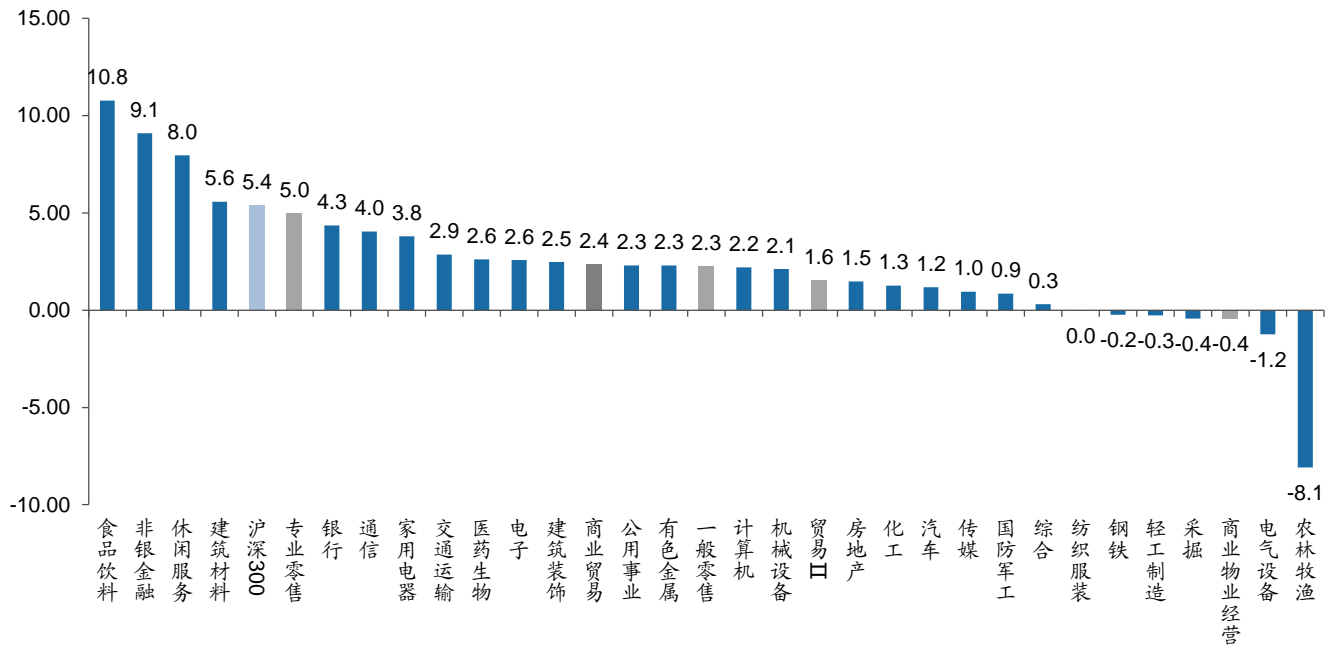
## 二、月度投资策略: 通胀压力可控, 关注低估值可选消费的预期修复

6月大盘整体上涨, 截至6月28日收盘, 上证综指收于2978.88点, 上涨2.77%; 沪深300指数上涨5.39%, 其中商贸板块指数上涨2.35%。

分主题来看, 百货板块上涨1.47%, 超市板块上涨2.88%, 珠宝首饰板块上涨8.26%, 化妆品板块上涨0.66%, 大市值板块上涨0.47%, 中市值板块上涨2.53%, 小市值板块上涨5.28%, 电商板块表现良好, A股与中概电商公司有不同程度上涨。苏宁易购(5.24%)、南极电商(4.07%)、阿里巴巴(14.50%)、京东(17.59%)、

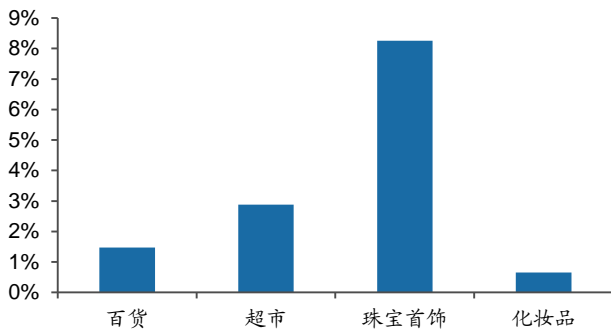
唯品会(12.20%)、拼多多(6.90%)。

图 19: 各板块月涨跌幅 (%)



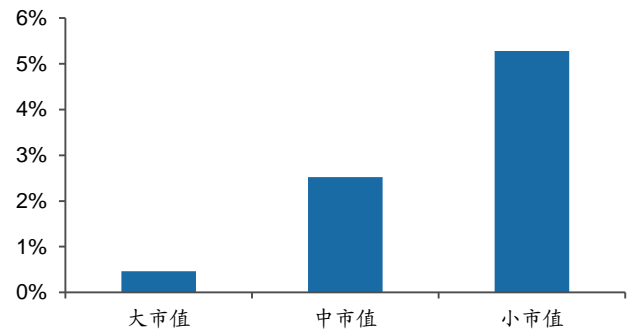
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 按主题子板块涨跌幅



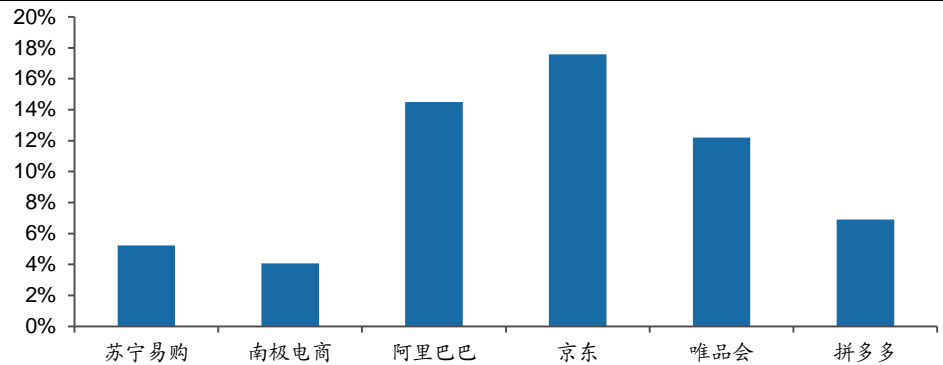
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 按市值子板块涨跌幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (按市值划分依据为: 50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值; 涨跌幅以算术平均计算)

图 22: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股6.28收盘)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

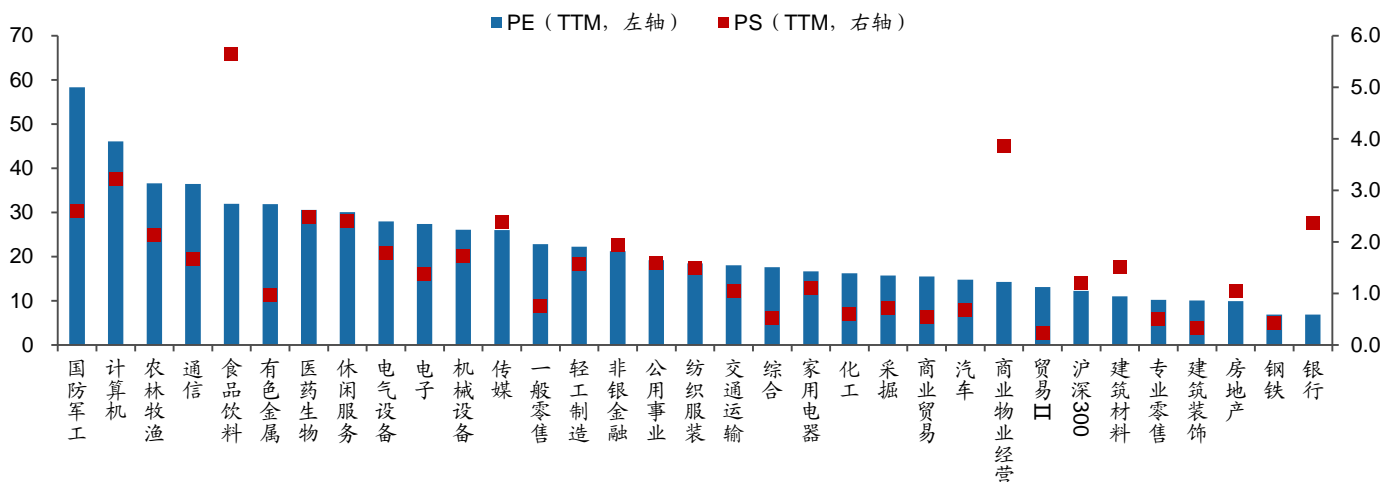
5月社零同比增长8.6%，增速环比提升1.4pp，但4-5月份合并来看社零同比增长为7.9%，较1Q19的8.3%仍有所放缓。分品类看，基础消费品受益CPI上行增速稳中有升，可选消费受节日错位影响环比增速亦提升明显。

1) 从边际变化来看，通胀水平或在6月达到全年最高峰后逐步回落，可能影响市场对超市板块的情绪，但我们认为超市板块龙头更多享受 $\alpha$ 估值溢价，外延扩张加速的永辉超市仍是超市首选；2) 可选消费已经进入合理价值区间（典型百货龙头王府井触及1倍左右的PB估值），值得关注；3) 电商仍然是增速最快的细分业态，低线级用户的渗透、高性价比马太效应的爆发以及存量用户连带消费的崛起是较为确定的行业红利，南极电商、珀莱雅、苏宁易购均受益于此；4) 古法金工艺通过产品逻辑驱动终端销售增长，全球降息大幕开启通过金价逻辑刺激黄金饰品销售，利好周大生、老凤祥。

本月苏宁易购48亿元现金收购家乐福中国80%股权，强化大快消业务竞争力，我们认为市场对苏宁非电品类的扩张潜力需重新积极评估；另外，公司公告苏宁小店出表，持股比例降至35%，显著降低上市公司业绩风险。家电销售逐步回暖、苏宁小店拟剥离、物流对外服务提升利用率等亦有望带动经营利润改善。

7月组合: 苏宁易购、南极电商、永辉超市、周大生、老凤祥。

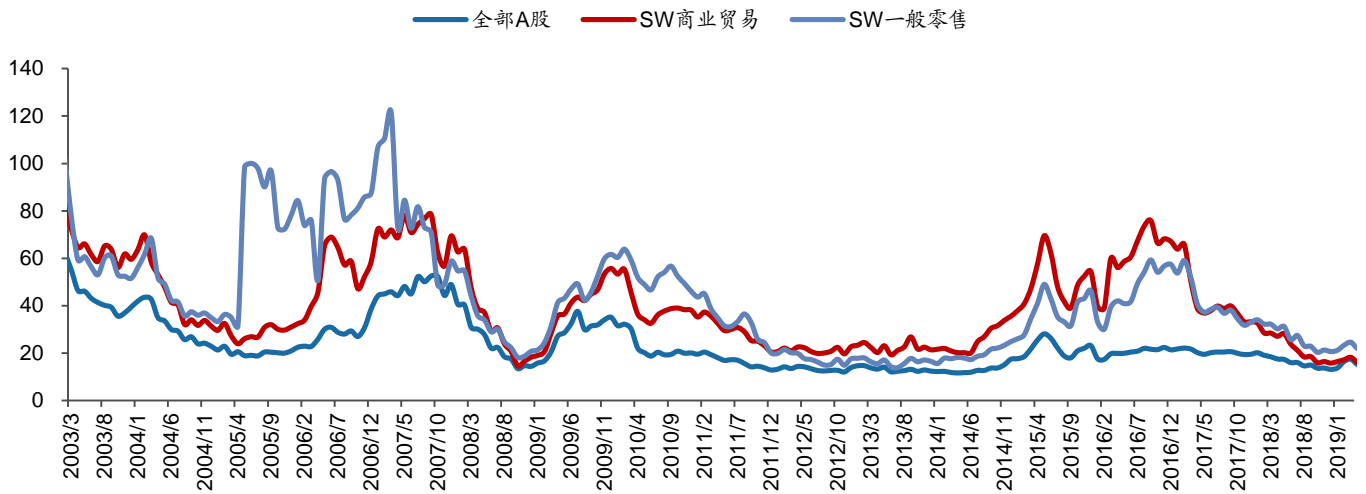
图 23: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属归母净利润或营业收入之和)



图 24: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法)



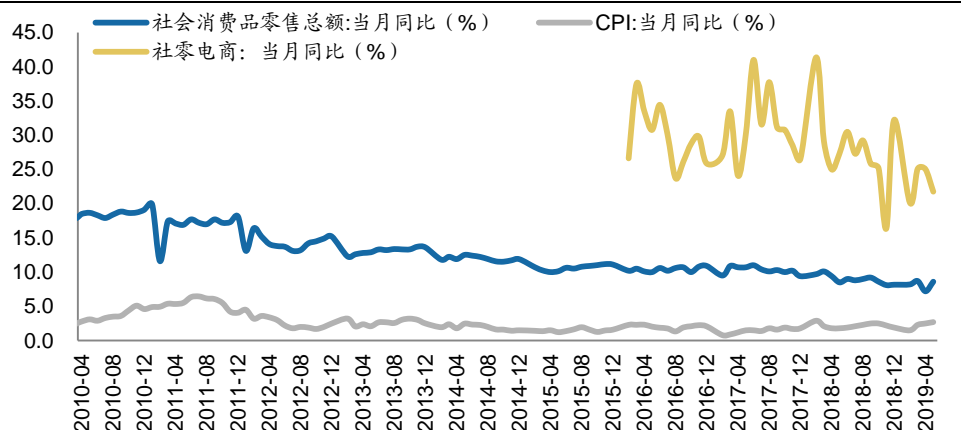
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

### 三、月度行业数据

#### 5月社零同比增长8.6%，可选消费增速环比提升明显

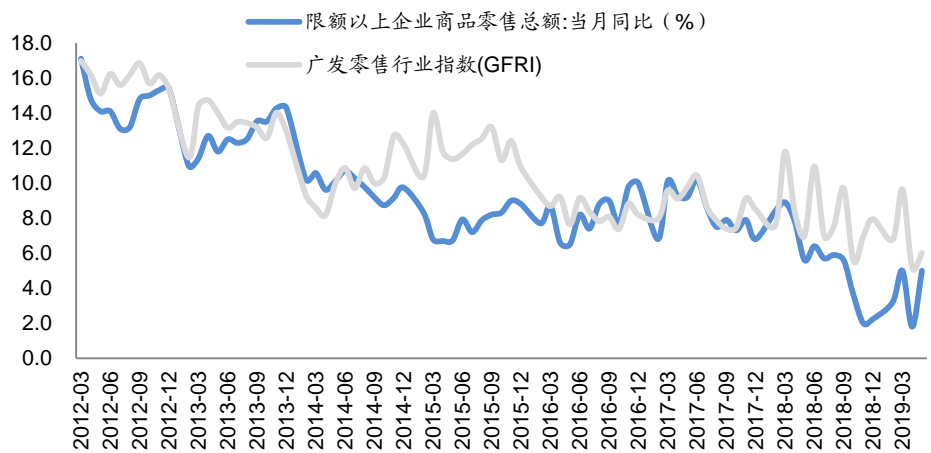
据国家统计局数据, 5M19我国社零总额为3.30万亿元, 同比增长8.6%, 增速环比提升1.4pp, 主要系今年五一假期错后, 5月份节假日同比增加1天所致。4、5月份合并来看, 社零同比增速为7.9%, 较1Q19的8.3%仍有所放缓。若基于广发零售指数(GFRI), 5月消费品零售同比增速为7.6%(统计局限额以上社零商品增速为5.0%), 较4月上升2.4 pp。5M19扣除价格因素实际增长为6.4%, 环比提升1.4pp。

图25: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

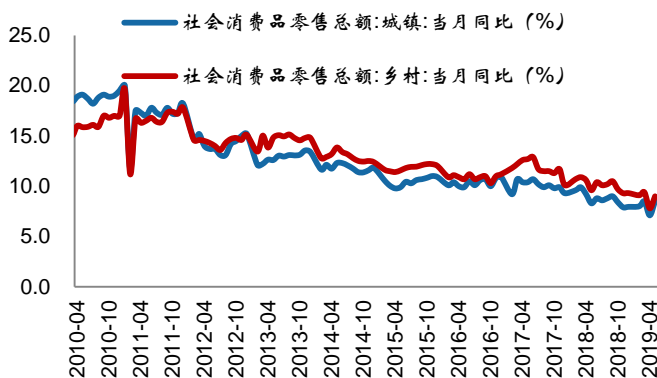
图26: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

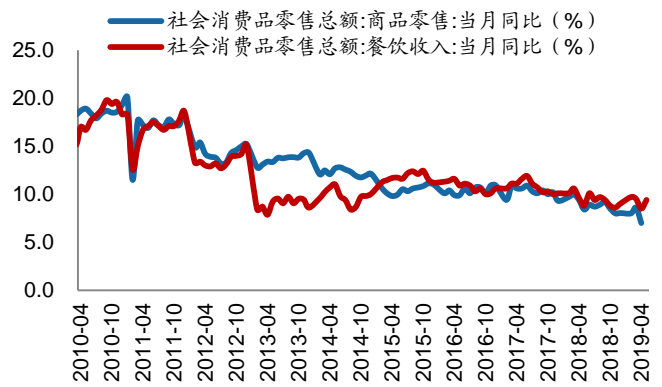
分地区, 乡村增速快于城镇: 5M19城镇零售额2.8万亿元, 同比增长8.5%, 较4M19上升1.4pp; 乡村零售额0.47万亿元, 同比增长9.0%, 较4M19上升1.2pp。分类型, 餐饮增速高于商品零售: 5月餐饮收入0.36万亿元, 同比增长9.4%, 较4M19上升0.9pp; 商品零售2.9万亿元, 同比增长8.5%, 较4M19上升1.5pp。

图27: 社零分地区: 城镇与农村同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

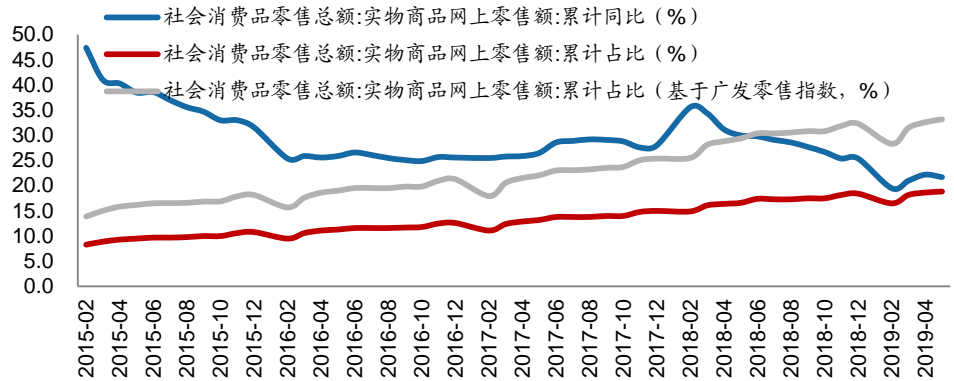
分品类看, 基础消费品增速稳中有升, 5M19食品粮油、饮料类、服装鞋帽、日用品增速分别为11.4%、12.7%、4.1%和11.4%, 分别环比上升2.1pp、3.4pp、5.2pp和下降1.2pp。可选消费增速提升明显, 5M19金银珠宝和化妆品的增速为4.7%和16.7%, 分别环比上升4.3pp和10pp。地产系增速小幅提升, 5M19家电和家具的增速分别为5.8%和6.1%, 分别环比上升2.6pp和1.9pp。消费电子类产品增速提升, 5M19通讯器材增速为6.7%, 环比提升4.6pp。汽车零售持续回暖, 5M19汽车增速为2.1%, 自5M18以来首次转正, 环比提升4.2pp。

### 5月电商增速有所下滑, 渗透率持续提升

1-5月全国实物商品网上零售额为3.04万亿元, 同比增长21.7%, 电商渗透率环比提升0.3pp至18.9%。分月度看, 5月份电商零售额为0.65万亿元, 同比增长21.7%, 环比下降3.3pp, 主要系5月份假期较为集中, 消费者集中外出消费, 电商消费减少

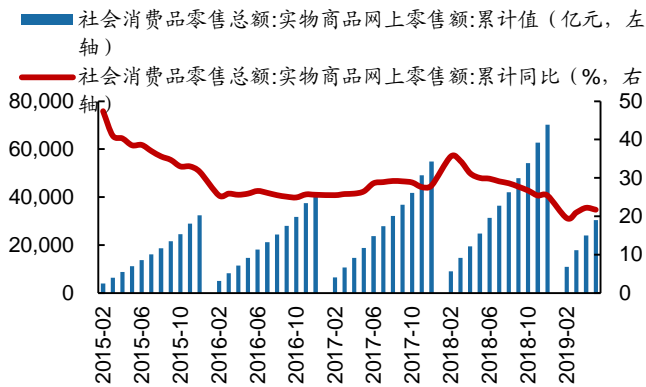
所致。若基于广发零售指数，则5月份电商渗透率达33.2%。分品类来看，“吃、穿、用”的5月份增速分别为28.5%、21.2%和21.2%。

图29: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



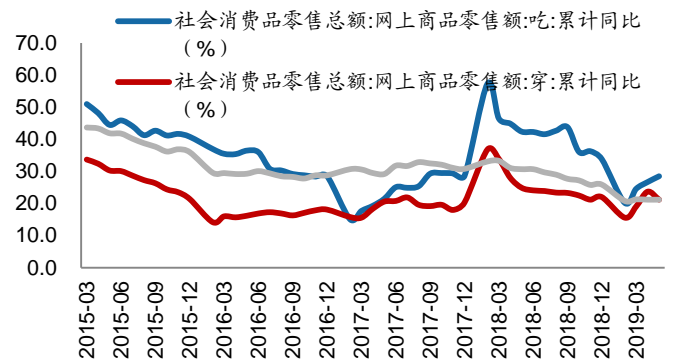
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 实物电商社零与累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

|           | 2018 年 |      |      |      |      |       |       |       | 2019 年 |       |       |      |
|-----------|--------|------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
|           | 5月     | 6月   | 7月   | 8月   | 9月   | 10月   | 11月   | 12月   | 1-2月   | 3月    | 4月    | 5月   |
| 食品粮油      | 7.3    | 13.0 | 9.5  | 10.1 | 13.6 | 7.7   | 10.6  | 11.3  | 10.1   | 11.8  | 9.3   | 4.8  |
| 服装鞋帽纺织品   | 6.6    | 10.0 | 8.7  | 7.0  | 9.0  | 4.7   | 5.5   | 7.4   | 1.8    | 6.6   | (1.1) | 4.1  |
| 化妆品       | 10.3   | 11.5 | 7.8  | 7.8  | 7.7  | 6.4   | 4.4   | 1.9   | 8.9    | 14.4  | 6.7   | 16.7 |
| 金银珠宝      | 6.7    | 7.9  | 8.2  | 14.1 | 11.6 | 4.7   | 5.6   | 2.3   | 4.4    | (1.2) | 0.4   | 4.7  |
| 日用品       | 10.3   | 15.8 | 11.3 | 15.8 | 17.4 | 10.2  | 16.0  | 16.8  | 15.9   | 16.6  | 12.6  | 11.4 |
| 家用电器和音像器材 | 7.6    | 14.3 | 0.6  | 4.8  | 5.7  | 4.8   | 12.5  | 13.9  | 3.3    | 15.2  | 3.2   | 5.8  |
| 文化办公用品    | 8.1    | 3.5  | 1.8  | 5.4  | 4.9  | (3.3) | (0.4) | (4.0) | 8.8    | (4.0) | 3.6   | 3.1  |
| 家具类       | 8.6    | 15.0 | 11.1 | 9.5  | 9.9  | 9.5   | 8.0   | 12.7  | 0.7    | 12.8  | 4.2   | 6.1  |
| 通讯器材      | 12.2   | 16.1 | 9.6  | 6.4  | 16.9 | 7.1   | (5.9) | (0.9) | 8.2    | 13.8  | 2.1   | 6.7  |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、月度聚焦

### (一) 投资策略半年报：寻本溯源，存量市场的突围之道

#### 零售护城河：规模、效率、合理利润率

从全球来看，零售行业具备孕育超级公司的土壤，而这些公司往往都诞生于大众消费市场，且处于寡头垄断的地位，核心逻辑在于：大众消费追求性价比，性价比来自规模化，规模化的基础是寡头垄断格局。规模、效率、合理利润率，是我们对零售护城河的理解，也是全球零售霸主的共同信仰，但在不同国家的呈现形式会有差异（如美国的Walmart、Costco，日本的7-11）。中国14亿人金字塔型的结构，决定了多需求多业态并存的消费分层结构，而人口密度大、人工成本低以及线下区域割据的背景为电商发展提供极好的环境，这意味着电商巨头在零售整合变革中将扮演极为重要的角色，这是不能忽视的中国市场特点。

#### 业态分化，估值差异来自核心投资驱动因素的不同

尽管都处于规模为王、龙头胜出的大背景下，但各个细分行业的核心投资驱动因素不同，其估值差异也始终存在。百货受制于物业，整合进度慢，龙头公司表现基本与行业一致，因此更多是 $\beta$ 驱动；超市龙头逆势扩张持续多年，且对行业的权重影响不断加大，享受 $\alpha$ 估值溢价；珠宝龙头自18年下半年逆势加速扩张，逐步从 $\beta$ 转向 $\alpha$ 驱动；电商作为成长性最强的细分业态，仍然享受渗透率提升红利，但随着流量红利殆尽，头部玩家争夺用户留存、提升ARPU更考验 $\alpha$ 能力。

#### 存量市场的突围：用户和产品的定位与聚焦

零售行业的变革源自对消费者需求的把握。行业伟大公司的诞生，首先是选对了最契合时代的业态，继而是该业态中最优秀的龙头。前者依靠流量红利下的行业扩张，后者则更加有赖公司在存量竞争下的精耕细作。

存量竞争时代不再是粗放的跑马圈地，更需要适度聚焦、构建差异化服务形成竞争壁垒。前端流量的变革中，会员制作为用户筛选途径，帮助构建的是差异化的内容组合；后端商品维度，性价比提高、C2M精准开发是消费升级的进阶形式，渠道商向上整合供应链、主导产品创造的过程形成了渠道自有品牌，品牌商向下整合渠道提高流通效率、降低品牌溢价，即形成了性价比品牌。

#### 核心推荐标的：优选细分领域龙头

我们长期看好聚焦大众消费市场，持续加强零售护城河的龙头公司。2019下半年我们重点推荐南极电商、永辉超市、苏宁易购、周大生、老凤祥、天虹股份、珀莱雅等。

**风险提示：**经济复苏节奏低于预期；人工租金成本持续上涨，带来运营成本提升的压力；互联网巨头持续加码线下，行业竞争不断加剧。

### (二) “古法金”迎来风口，新工艺与金价上涨利好黄金饰品销售

#### “古法金”迎来风口，主流品牌纷纷推出系列产品

古法金源于宫廷造办处，采用磨砂、锤揲、花丝、篆刻等古老铸金工艺。产品

主要呈现三大特点：1) 哑光质感、古色古香；2) 纹路清晰、层次丰富；3) 用料密实，无接头和焊点。古法金虽然是一种古老的工艺，但近些年才在黄金首饰中广泛使用。18年以来主流品牌均推出了相应的产品，如周大福的“传承”系列、老凤祥的“匠心”系列、老庙的“古韵金”系列等（根据公司官网）。今年以来古法金更是成为重要“风口”，成为黄金产品工艺升级的代表。定价模式上，多数品牌采用计重定价模式，但每克工费比普通工艺黄金贵40-60元；客单价亦高于普通黄金饰品，以周大福“传承”系列为例，最热卖的古法金手镯重量在25-50克，客单价在1万元以上（根据公司官网）。

### 周大福“传承”系列最为成功，受益于运营、营销与定价

在众多品牌古法金产品中，周大福的“传承”系列最为成功，在财务报表中已有明显体现。周大福FY2019黄金产品同店销售增速为6.2%，1Q19提升至14%。黄金产品同店增长由客单价带动：FY2019黄金产品同店销量同比下滑6.2%，但客单价由3900HKD上升至4400HKD，主要得益于古法金“传承”系列大卖。周大福古法金大获成功的原因在于：1) 运营能力强，从设计、生产、配货等自上而下进行推广；2) 推出时间早，营销投入大，借助主题馆、抖音、小红书等方式进行消费者教育；3) 定价有优势，采用计重而非计件模式，每克加价合理。

### 品牌化进程加快，新工艺与金价上涨利好黄金产品

我们维持对珠宝行业的判断，设计、工艺升级叠加钻石镶嵌渗透率提升推动品牌化进程加快，龙头公司的加速扩张带来品牌集中度提升。短期来看，美元降息预期升温有望刺激黄金价格上涨，而古法金等新工艺成为新的销售亮点，或将利好终端黄金饰品销售。我们建议重点关注：1) 周大生：预计19-21年归母净利润为10.4、13.0和15.9亿元，对应增速分别为29.0%、24.6%、22.7%；2) 老凤祥：预计19-21年归母净利润为14.2、16.4和19.1亿元，对应增速分别为17.7%、15.5%、16.9%。

**风险提示：**宏观经济低迷，抑制可选消费的需求释放；市场竞争加剧，品牌加速开店抢夺市场；中小品牌出清速度低于预期。

## （三）从悠选家纺专卖店看南极如何顺应阿里趋势

### 南极人悠选专卖店顺应阿里新趋势，自8M18起雄踞家纺第一名

从阿里家纺类目各店铺销量排名看，悠选专卖店自8M18起稳居榜首，4M19实现销量74.3万件，销量市占率由4M18的0.96%提升至3.01%；单店销量和销售额均领先三大传统一线品牌官方旗舰店。悠选专卖店快速成长的背后，是店铺积极优化产品结构以顺应阿里流量趋势的变化：手淘首页“猜你喜欢”前移以及店铺关联产品和品牌的推荐，体现阿里以用户为中心，搭建消费场景，进行精准推荐和提升连带率的变化趋势。

### 构建“大爆款+中小爆款矩阵”，关注南极大店化趋势的演变

在阿里流量变化趋势下，悠选专卖店快速扩充SKU，并逐步完善“大爆款+中小爆款”的爆款矩阵（大爆款作引流，不盈利；中小爆款作连带），其背后体现了南极人家纺的供应链深度和广度，这也是淘品牌和传统线下品牌所不具备的能力。由于阿里头部店铺拥有更高销量（存量用户多）、更高评分（转化率和复购率更优），再辅以产品宽度拓展，大店的马太效应持续增强；小店则需打造特色，明确定位，



在精准推送的趋势下寻求增长。

### 大众消费性价比升级推动南极全品类规模扩张

产业链价值的再分配推动的性价比浪潮，是大众消费市场的长期趋势，而其结局往往是寡头垄断的形成。不同于传统品牌定义品类，南极人从早年的保暖内衣品类定位，已成功转型为高性价比国民家庭品牌的认知，价值观的输出，是南极横向品类不断扩张的前提。而中国制造业发达且过剩、互联网信息透明、电商配套产业发展的大背景，是南极人为代表的性价比品牌孵化的土壤。我们预计19-20年归母净利润为12.5亿和16.5亿元，预计公司19-21年业绩复合增速为34%。

**风险提示：**高速扩张过程中可能出现的人才瓶颈；电商法的出台，对经销商的销售可能形成影响；各电商平台流量获取成本有所提升。

## 风险提示

- 1.宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
- 2.资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
- 3.人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
- 4.电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
- 5.资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                            | 香港                      |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪<br>大道8号国金中心一<br>期16楼 | 香港中环干诺道中<br>111号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                         | 1401-1410室              |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn                |                                 |                         |                                |                         |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。