

2019年07月03日

百货

百货深度研究：老树犹可开新花，复盘中日美百货沉浮，剖析变革与机会

目前市场更多关心百货行业短期经营数据，但对整体行业成长及整合潜力仍信心不足。本篇报告复盘中国百货历程以及美国和日本百货的百年发展史，并结合社会背景和海外龙头经验（美国 TJX 和梅西，日本高岛屋和永旺），试图从历史经验和行业发展趋势中，找寻国内百货发展的所处阶段及启示，以及重点标的的成长空间。

■ **复盘国内百货40年，行业发展或仅至半程，百货标的成长性分化预计加大。** ① **国内发展史**：行业在1978年发展至今大致经历野蛮扩张、外商入侵、金融危机、电商冲击、线下回归五个阶段。头部电商自2016年以来平均获客成本超出其利润增量以来，用户增量红利已近尾声，以阿里和腾讯为首的互联网巨头持续线下百货和新零售等业态，验证线下实体店的必要性，零售再次回归线下已成趋势。② **周期性复盘**：从业态来看，百货商品为服装、化妆品、鞋类、家居童装等可选消费为主，约占70~80%，因此与经济具有一定关联度。复盘08年和16年两次宏观波动，百货复苏大约滞后GDP和PMI等指标0~3个月左右，具有一定经济后周期属性。与社零数据来看，40家百货公司营收增速趋势上与社零整体呈一定同步性，但短期高频上相关性有限。③ **竞争格局**：国内百货发展始于1978年商品改制，使得国资百货在早期核心地段的卡位上抢占先机，形成区域寡头垄断格局，对后续大规模并购形成了阻碍，CR4在7%~16%之间，远低于美国和日本50~60%水平，未来在国企整合+龙头异地开店及并购+多业态布局推动下，集中度有望逐步提升，带来规模效应和品牌影响力。

■ **美国百货复盘：百年发展使得线下网络高度成熟，网购冲击下高性价比和数字化及优质自有品牌的龙头有望胜出。** 1) **发展历程**：从1880年发展至今，美国百货140年发展史可分成业态培育期、高速扩张期、稳健发展期、业态分化期和份额缩减期五个阶段。尤其在1970年代，受益中产增多+市郊扩张+品质消费盛行，行业迎来了百货稳健发展且购物中心高速扩张时期，并经过1990~2008年的两次并购高峰，百货CR4市占率提升至58%~64%高位。2) **龙头启示**：美国百货在2000年后受Amazon为首的电商持续冲击，龙头发展呈现两极分化：① **折扣百货龙头TJX**连续22年保持同店销售额正增长，净利润从2005年56亿元增至2018年205亿元，期间13年业绩CAGR高达10.6%，股价期间实现10年14倍长牛，且未来仍计划从18年末4000家扩张至6100家门店，实现逆势强劲扩张，核心在于对历史机遇+产品力塑造+营销策略+进入壁垒的四维度把握。一、**机遇把握上**：公司创立期把握住了美国1970年需求端因高通胀+经济低放缓下的消费降级，供给端则抓住由于正价百货库存高企+周转率下滑急需寻找消化渠道的历史机遇，率先推出从正价百货大批量极低价扫货过季商品，再打折扣卖给愿意花时间来线下高频次寻宝的价格敏感型顾客的购物模式。二、**产品力上**：公司一改传统百货华丽的装修，将门店专修及人员配置的成本压缩至极致，更多经费用于优化存货管理系统改善周转率和产品换新频率（公司存货消化时间仅55天，相比行业缩短近1个月），以及培育分布全球的900多名买手团队，与各类设计师品牌展开采购与合作，为“顾客创造一个线下寻宝圣地”，提升产品力。三、**营销策略上**：高性价比策略贯彻始终，且每周定期小批量上架1-6折轻奢商品，售完不补货，最大化激发消费者线下“闪购”冲动，使得网购冲击下保持线下购物的必要性。四、**进入壁垒上**：TJM将先发优势持续保持，已在全球拥有21000多家供应商，奠定了和传统百货及一线服装品牌商的议价能力和品牌定制实力；② **持续转型的百货龙头梅西**致力于数字化提效和精准销售、深耕自有品牌（销售额计划从2017年20%占比提升至2020年的40%）以及代理独家供应品牌来打造门店独特性和品牌

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
首次评级

首选股票	目标价	评级
002419 天虹股份	-	买入-A
600859 王府井	-	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.79	-6.26	-17.11
绝对收益	4.61	-8.37	-1.63

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

忠诚度，缩小电商冲击下的影响，并在逆境中计划再次发力；③昔日传统百货龙头 Sears 由于将发展重心过多投入在信用卡和地产业务，使得百货品牌认知度持续下滑，最终使得核心客户流失以致破产。

■日本百货复盘：泡沫经济破裂使得百货行业过去近 30 年萎缩达 52%，龙头持续并购及积极跨领域拓展。1) 发展历程：虽然同样经过 100 多年发展，但日本百货在 1937 年~2000 年期间受《百货店法》、《大店法》等政策对其门店数量、经营范畴、营业时间等较多限制，使得早期不受该条约限制的购物中心大力发展，造就了如今购物中心占主导（多达 3220 家）、百货门店数量较少（仅 221 家）的行业格局。百货行业的限制直至 1989 年被逐步废止，但由于日本泡沫经济破裂，经济持续 30 多年低迷，百货销售额从 1991 年峰值 12.1 万亿日元萎缩至 2018 年 6.6 万亿日元，缩减高达 52%。2) 龙头启示：①百货龙头永旺在下行期持续兼并收购以及拓展海外，从 1995 年单一百货和大卖场业务，发展至 17 年末全球拥有 21742 家各类零售门店的大型综合零售商，并跨领域布局金融和房地产，实现逆势拓展。②高端百货高岛屋在百货主业则大力发展会员制（约占据 70%总销售额）+吸引访日的国外游客+数字化提效+发展皮卡丘等特色店引流，致力在行业下行期受到的拖累减小；并同时推出城市发展战略（Machi-Zukuri），运用百货业务的现金流发展信用卡和地产业务，实现利润率提升。

■他山之石对中国百货启发：当前行业变革与机会并存，能够实现快速转型及门店下沉的龙头企业有望胜出。1) 人均：国内目前百货和购物中心的每百万人均保有量约为 3.6 家和 2.4 家，相比美国百货的每百万人均 35.7 家和日本购物中心的每百万人均 25.4 家相比仍差距大。2) 机会：从中产人数增多+购物中心下沉+品质化消费崛起三个模式来看，国内百货目前的发展阶段与美国 20 世纪 70 年代更相似，但我们认为受区域分布上的限制原因及电商抢先一步下沉，国内百货虽不能完全复制美国路径，但购物中心的下沉三四线仍有空间。3) 变革：考虑到国内在海外代购影响下正价百货数量有限使得过季商品总量较少、过多渠道商下正价商品价格偏高、以及装修简约质朴的折扣百货店难以给国内消费者正品的心理保障等因素，折扣百货在国内或仍未孕育出合适土壤，叠加中美百货格局及社会背景差异，行业未来变革具体在哪？

■展望未来：国企改革带动机制变革+数字化推进提升效率+发展自营改善盈利+购物中心持续下沉，国内百货标的未来发展仍有潜力：①趋势一：百货大多数标的均国企，混改推进已成为行业提效一个重要推动力，包括了引入战投、股权激励以及资产注入，有望实现集中度提升和释放企业活力。②趋势二：数字化升级，尤其以银泰百货和天虹百货变革更为领先，有望对爆款打造、店员销售效率、库存周转率等指标带来实质性优化，长期看则有望从“货-场-人”向“人-货-场”转变。③趋势三：“短平快”发展使得我国百货中联盟占主导，高毛利自营收入占比不足 10%，远低于美国百货 40~60%水平。未来在自有品牌及买手店建设下，有望逐步推高自营占比和毛利率。④趋势四：国内目前奥特莱斯等供给不足，使得正价百货的过季商品和库存缺少有效退出渠道，定位正品低价的奥特莱斯在国内或仍具发展潜力。⑤趋势五：未来国内在中产人数增多下+城镇化率持续提升+经济持续稳健发展下，看好一线城市百货店升级以及购物中心向二三四线城市下沉机会。

■结合海外百货复牌及未来趋势，我们认为具备全国扩张实力且数字化改革处于前列的天虹股份和王府井有望实现逆势上行。1) 行业估值：目前申万百货 PE 20.8x、PB 1.2x，比 15 年均值 38x 和 3.0x 处于低位，或系市场对百货成长信心不足所致，对此我们建议把握在行业变革与机遇大背景下，有望逆势上行标的：①天虹股份：员工持股机制灵活+数字化提效+门店优化体验+19-20 年展店加速+次新店成熟增厚业绩，内沿外生助力成长；②王府井：减税降费利好下 19Q2-4 同店数据+19 年开店 8~10 家有望提速，短期业绩承压但利好长期成长。2) 建议关注国企改革有望受益标的重庆百货、百联股份。

■风险提示：1) 竞争加剧风险；2) 门店扩张不及预期；3) 经济下行风险等。

内容目录

1. 国内百货复盘：零售线下回归，发展仍仅至半程.....	8
1.1. 行业发展史：电商冲击消退，线下消费回流，百货现已处第五阶段.....	8
1.2. 竞争格局：行业高度分散，龙头异地扩张+并购+国企改革下集中度有望提升.....	11
1.3. 周期性复盘：可选消费属性受宏观影响，前两轮周期约滞后 0~3 个月.....	12
2. 对标美日：百年发展使得线下高度成熟，行业沉浮间龙头成长分化.....	14
2.1. 美国百货：百年发展网络高度成熟，电商冲击下折扣百货发展分化.....	14
2.1.1. 百货行业：百年发展且无政策压制，多业态分工明确且网络高度成熟.....	14
2.1.2. 标的层面：折扣百货龙头 TJX 强势崛起，梅西百货数字化+自有品牌推进.....	19
2.2. 日本百货：政策解禁但遇经济低迷，百货业态持续萎缩.....	24
2.2.1. 百货行业：政策限制使得百货店数量有限，泡沫经济破裂后行业持续萎缩.....	24
2.2.2. 标的层面：高岛屋强化百货多业态协同，龙头永旺转型金融和地产租赁.....	27
3. 展望未来：国企改革为亮点、数字化提效及购物中心下沉为趋势.....	35
3.1. 趋势一：混改持续推进，国企百货标的效率有望迎来提升.....	35
3.2. 趋势二：数字化转型推动门店增收+提效，龙头优势有望扩大.....	37
3.3. 趋势三：经营模式目前以联营为主，自营占比中长期有望逐步提升.....	40
3.4. 趋势四：百货业态持续购物中心化，主题场馆编辑等优化体验.....	42
3.5. 趋势五：中产人数持续增多，购物中心下沉三、四线城市潜力大.....	43
4. 估值分析：相对和绝对估值下，百货行业均处于历史较低水平.....	45
4.1. 相对估值：百货行业 PE、PB、PS、PCF 四大估值均处历史低位.....	45
4.2. 绝对估值：天虹、王府井 DCF 下每股价格均低于现价.....	46
4.3. 资金层面：百货基金持仓目前处于历史低位，机构关注度同样较低.....	48
5. 投资建议：重点推荐有望全国扩张的龙头天虹、王府井.....	49
5.1. 天虹股份：18 年整体业绩+25.92%符合预期，内生外延助力成长可期.....	49
5.2. 王府井：5 月数据回暖且有望持续改善，19 年开店提速短期承压长期利好.....	49
6. 风险提示.....	50

图表目录

图 1：百货行业研究框架图谱.....	7
图 2：百货行业过去 40 年发展大致经历 5 个阶段.....	8
图 3：百货行业在 08 年受金融危机影响显著下滑，09 年开始回暖，12-16 年持续受电商及三公消费抑制影响持续放缓.....	9
图 4：百家零售企业增速在 08 年下行，09-11 年受政策推动实现反弹，与百货行业走势相似..	9
图 5：网络零售占比在 2006~18H1 期间持续提升至 22.70%.....	10
图 6：百货 12~16 年间受电商崛起及三公抑制，持续低迷.....	10
图 7：网购 12-16 年快速发展，用户增量红利已处下半程.....	10
图 8：头部分电商 15 年以来获客成本持续攀升.....	10
图 9：网上零售占比预计仍将提升，但增幅相比过去放缓.....	10
图 10：国内百货行业 17 年收入下滑，但龙头已率先复苏.....	11
图 11：全国百货店平均坪效 2016 年开始触底回暖.....	11
图 12：2010-2016 年各国百货行业集中度 CR4 对比.....	11
图 13：百货行业并购重组交易总价值.....	11
图 14：天虹股份 18 年零售主业收入按商品类别划分占比.....	12
图 15：王府井 18 年奥特莱斯收入按商品类别划分占比.....	12

图 16: 国内 2017 年已开购物中心各业态平均占比.....	12
图 17: 北京华润五彩城购物中心各业态占比: 可选占 54%.....	12
图 18: 从 08-09 年经济下行、16-17 年经济复苏来看, 可选消费品大约滞后 5~7 个月左右 ..	13
图 19: 百家零售企业与 PMI 大约滞后 0~4 个月.....	13
图 20: 百家零售企业的增速与 CPI 基本同步.....	13
图 21: 百货行业与 GDP 季度增速大约滞后 0~3 个月.....	13
图 22: 百货与社零增速存在一定相关性, 走势基本同步.....	13
图 23: 美国百货行业百年发展史可大致分为五个阶段: 培育期、发展期、稳健期、分化期、缩 减期.....	14
图 24: 美国连锁百货店 CR3 在 1920~1940 年间快速发展.....	15
图 25: 美国百货 20 世纪初兴起后, 快速抢占单体店份额.....	15
图 26: 美国超市在 1940 年开始兴起, 挤占食品百货份额.....	15
图 27: 超市发展至 1970 年末, 占据 75% 食品杂货销售额.....	15
图 28: 受益汽车普及和郊区迁移, 购物中心 1960 年大发展.....	16
图 29: 美国购物中心 1960-70 年间占零售总额快速提升.....	16
图 30: 折扣百货龙头 TJX 和 Ross 在 1990 年后迅速发展.....	16
图 31: 美国奥特莱斯在 1980~2000 年期间快速发展.....	16
图 32: 美国网络零售在 2000 年以来持续快速发展.....	17
图 33: 折扣和正价百货销售额占零售比例持续走低.....	17
图 34: 网购冲击下, 正价百货龙头梅西改革创新, 折扣百货龙头 TJX 和 Ross 销售逆势而上	17
图 35: 美国百货 100 多年发展, 人均门店数远高于中国.....	18
图 36: 美国传统百货企业自有品牌占销售 40%~50%.....	18
图 37: 美国零售业态分工明确且均发展成熟, 折扣百货发展强劲 (单位: 家).....	18
图 38: 美国百货行业整体 CR4 占比显著高于国内.....	19
图 39: 美国 2013 年折扣百货 CR4 门店占全行业 83%.....	19
图 40: 服装及家居为 TJX 销售品类核心, 占比 85%.....	20
图 41: TJX 门店数从 03 年 1932 家增长至今已超 4000 家.....	20
图 42: TJX 营收 2005-18 年复合增速 5.6%.....	20
图 43: TJX 净利润 2005-18 年复合增速 10.6%.....	20
图 44: TJX 在 2006 年至今 PE TTM 的平均值约 18.3x, 目前 PT TTM 约 21.1x.....	20
图 45: TJX 超低价买入库存品牌商品, 定位愿意花时间“线下寻宝”的消费者.....	21
图 46: TJX 店多在市区而非郊区, 但面积比传统百货略小.....	21
图 47: TJX 店内装修简洁, 靠低价策略依旧吸引消费者.....	21
图 48: TJX 商品往往为正价 1-6 折, 且售完不补货.....	21
图 49: TJX 有专业买手团队和培训系统, 为其核心竞争力.....	21
图 50: 梅西百货门店数近年来持续减少至 641 家.....	22
图 51: 梅西百货 18 年净利润 74.33 亿元, 近年来持续低迷.....	22
图 52: 梅西百货 2006 年至今 PE TTM 的平均值约 13.0x, 目前 PT TTM 约 6.4x.....	22
图 53: 梅西百货目前涵盖三类产品线: Macy's 百货门店、Bloomingdale 潮流店、Bluemercury 奢侈美妆店.....	23
图 54: 日本泡沫经济破裂后, 经济陷入 20 多年低迷期, 百货行业销售总额持续萎缩.....	25
图 55: 日本 1989 年后由品质消费快速转换至理性消费, 超市等高性价比业态占比持续提升	26
图 56: 日本泡沫经济破裂后, 百货销售额基本负增长.....	26
图 57: 日本百货下行期持续整合, CR4 占比持续提升.....	26
图 58: 日本百货不景气下, 高岛屋推出“城市发展战略”, 用百货现金流发展地产和信用卡业务	

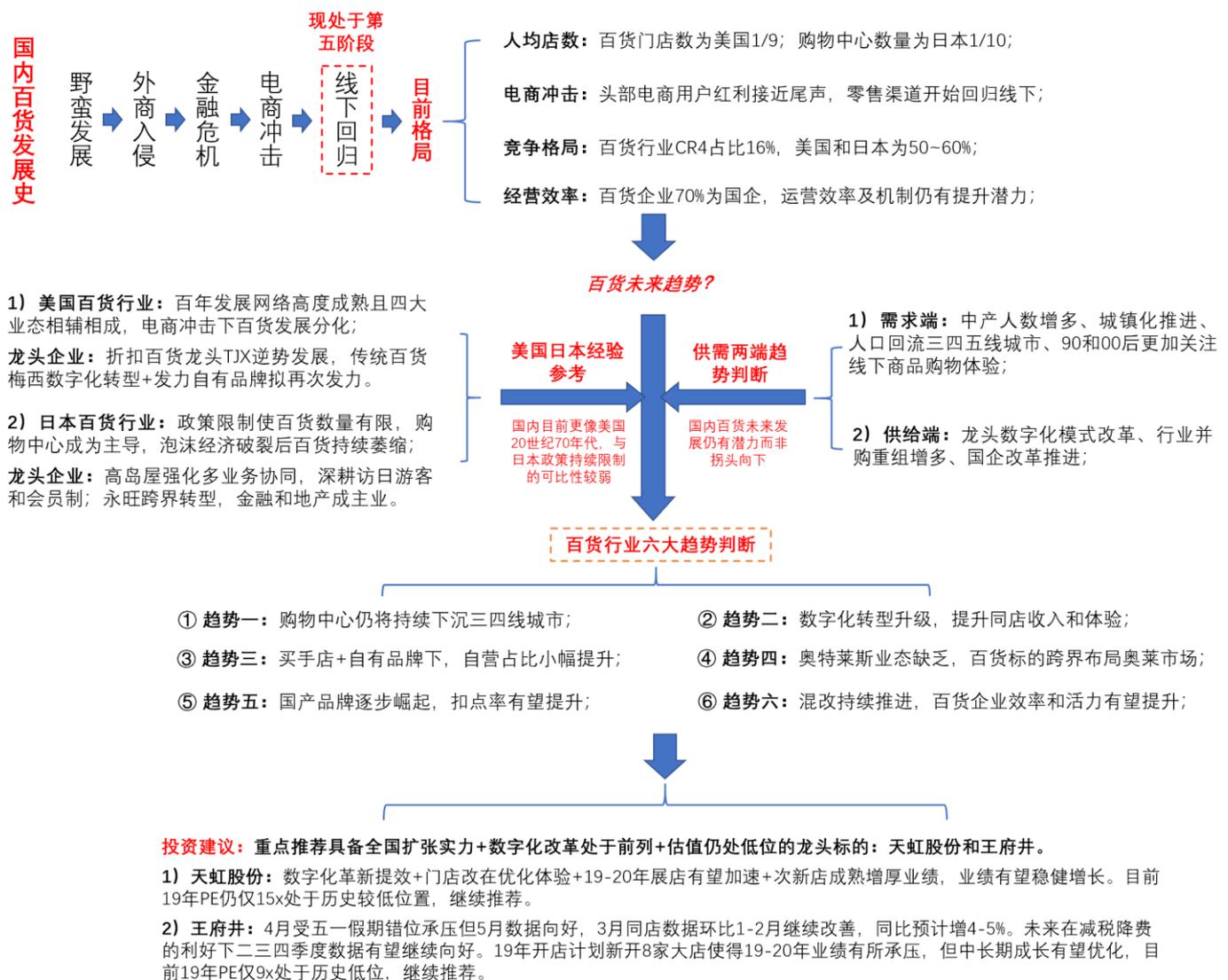
.....	28
图 59: 受日本百货不景气影响, 高岛屋百货收入持续下滑.....	28
图 60: “城市发展战略”下, 地产和信用卡毛利占比提升.....	28
图 61: 高岛屋百货门店: 19 家日本境内, 4 家海外.....	28
图 62: 高岛屋百货定位高档消费, 面积在 5~7 万平米大店.....	28
图 63: 核心受百货门店利润下滑, 整体盈利利润低迷.....	29
图 64: 地产和信用卡利润占比提升, 推动整体净利润上行.....	29
图 65: 高岛屋计划以 2020 年东京奥运会和 2025 年大阪世博会为契机, 积极吸引访日游客市场.....	29
图 66: 高岛屋百货多为市区核心位置 5~7 万平米的旗舰店.....	30
图 67: 公司在百货店周边布局专门特色店用来吸引客流.....	30
图 68: 百货会员消费 18 年占高岛屋百货总零售额 70%.....	30
图 69: 高岛屋计划百货线上零售额继续增长至 300 亿日元.....	30
图 70: 高岛屋未来计划继续控制人工和日常开支成本.....	30
图 71: 截止 2019 年 2 月, 永旺拥有 583 家百货及综超、315 家购物中心、2166 家超市、4220 万名持卡会员.....	32
图 72: 超市和百货业务占永旺收入 71%, 但利润微薄.....	32
图 73: 金融、地产租赁、保健业务占营业利润高达 71%.....	32
图 74: 永旺百货和超市营业利润率不足 1%, 信用卡、电子钱包、地产租赁已成集团利润核心.....	32
图 75: 永旺的百货业务 2015 年至今营业利润率基本处于盈亏平衡临界点.....	33
图 76: 永旺计划在日本全国打造全区域配送网络.....	33
图 77: 永旺提供 APP 购物、私密购物、夜市及美食广场等.....	33
图 78: 百货和电商的行业关系已由冲击转向融合, O2O 已经成为零售行业发展大趋势.....	37
图 79: 天猫和京东 17 年获客成本超 200 元, 已接近 ARPU.....	37
图 80: 阿里系 16 年新增活跃用户成本已高于对应的毛利.....	37
图 81: 线上红利殆尽, 阿里、腾讯均纷纷布局线下实体, 百货龙头同样开始加速展店.....	38
图 82: 百货店购物体验满意度相比线上更高.....	38
图 83: 线上线下融合已是各大零售商布局重点.....	38
图 84: 线上渠道带来线下引流.....	39
图 85: 消费者期望获得全渠道体验类型及比重.....	39
图 86: 数字化赋能下, 优质百货企业有望实现向“人-货-场”的转变, 实现以人为本的初心.....	39
图 87: 百货公司 O2O 开展情况.....	39
图 88: 移动终端主要用途.....	39
图 89: 中美日三国百货毛利率对比.....	40
图 90: 数字化赋能下, 百货的供应链管理有望更高效.....	41
图 91: 中国设计师品牌市场规模.....	41
图 92: 百货公司新增体验元素.....	42
图 93: 应用新技术提升客户体验情况.....	42
图 94: 王府井设立的创客中心——梦工厂.....	42
图 95: 天虹 Discovery.....	42
图 96: 国内每百万人均百货和购物中心门店数仍较低.....	43
图 97: 国内每百万人均便利店数量同样较低.....	43
图 98: 对比发达国家, 我国的城镇化率仍较低.....	44
图 99: 国内中产阶级有望持续增多至 5.2 亿人.....	44

图 100: 一线城市人口饱和, 百货和购物中心进入存量竞争.....	44
图 101: 二三四线城市人口回流, 购物中心数量快速扩张.....	44
图 102: 三线商场客流指数同比增长明显高于一二线城市.....	44
图 103: CBRE 预计中国 2022 年零售市场达 7.4 万亿美元.....	44
图 104: 百货行业 PE TTM 历史均值 38.5x, 目前仅 20.8x.....	45
图 105: 百货行业 PB 历史均值 3.0x, 目前仅 1.2x.....	45
图 106: 百货行业 PS 历史均值 1.2x, 目前仅 0.7x.....	45
图 107: 百货行业 PCF 历史均值 18.7x, 目前仅 8.1x.....	45
表 1: TJX 成立于 1977 年, 在 1990~至今仍在快速发展.....	19
表 2: 日本百货行业的百年发展史大致可分成 4 个阶段.....	24
表 3: 高岛屋成立于 1831 年, 泡沫经济破裂后积极扩张新加坡、中国大陆、越南等海外市场.....	27
表 4: 永旺经过 50 年发展, 已从百货业务扩展至拥有 21742 门店的综合大型零售商.....	31
表 5: 收购兼并下, 永旺门店已从 1995 年单一百货业态扩张至多业态构成.....	31
表 6: 18 年永旺各业务的营业收入和营业利润占比.....	33
表 7: 永旺拥有多种产品品牌.....	34
表 8: 国内百货标的基本以国企为主.....	35
表 9: A 股百货标的近年来持续实施员工持股, 绑定核心骨干与公司利益.....	36
表 10: 引入战投, 战略重组等帮助百货企业提高运营效率.....	36
表 11: 2017 年来百货公司 O2O 概览.....	40
表 12: 百货经营模式比较.....	40
表 13: 近年来百货公司自有品牌建设情况.....	41
表 14: 百货行业的重点标的 PEG 均小于 1, 且 PE 19E 均在 9~15 倍左右.....	46
表 15: 天虹股份在 DCF 模型测算下, 每股权益价格为 17.26 元, 现价为 13.15 元.....	46
表 16: 在永续增速 1.5~2.5%、Ke 10.5~11.5%下, 天虹股份每股 DCF 价格 15.7~18.8 元/股.....	46
表 17: 王府井在 DCF 模型测算下, 每股权益价格为 24.48 元, 现价为 15.11 元.....	47
表 18: 在永续增速 1.0~2.0%、Ke 11.0~12.5%下, 王府井每股 DCF 价格 19.2~23.4 元/股.....	47
表 19: 各公司基金持仓情况.....	48
表 20: 重点公司盈利预测及估值.....	50

序言

我们认为，目前市场对百货同店数据 19H2 压力减小的预期较一致，但对数据回暖的可持续性以及行业的未来改善的潜力大小有所担心。本篇报告核心从美国和日本百货行业的百年发展史并结合社会背景和海外龙头的成长对比，得到中国百货行业更类似美国 20 世纪 70 年代的稳健发展阶段，且行业内龙头的市占率仍有逐步提升潜力。未来在国内中产人数增多+数字化赋能+自营占比提升+国产品牌崛起+国企改革+多业态展店六大趋势下，优质标的如天虹股份王府井等仍具备中长期成长性且目前估值仍处低位，建议重点关注。

图 1：百货行业研究框架图谱



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

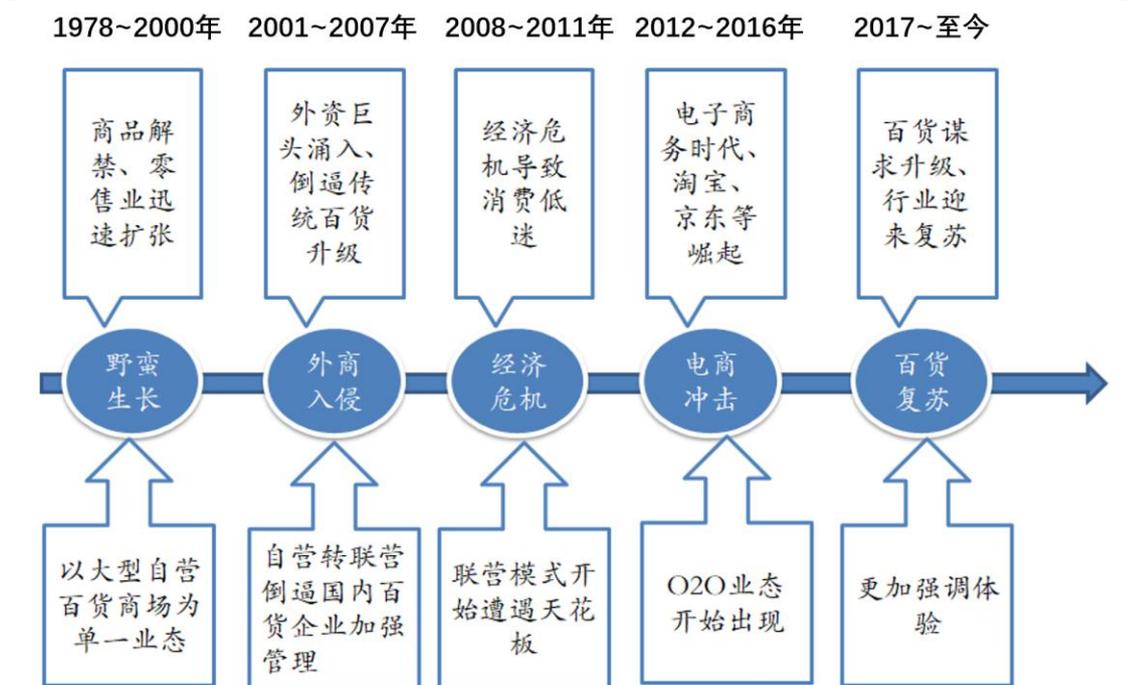
1. 国内百货复盘：零售线下回归，发展仍仅至半程

1.1. 行业发展史：电商冲击消退，线下消费回流，百货现已处第五阶段

中国百货行业自 1978 年商品解禁以来，行业自身的发展大致历经了 40 年发展沉浮，大致可分为五个阶段。

第一阶段 1978~2000 年，野蛮生长阶段。1978 年我国从计划经济时代正式步入市场经济时代，手工业、轻工业逐渐恢复，中国经济呈现出一番欣欣向荣的景象。各种百货商场如雨后春笋般的崛起，同时随着改革开放的深入，人民的收入水平不断的提高，消费习惯改变，消费产品从原先的基本生活用品转向高档化妆品、金银首饰以及各种时尚衣服。这些曾经被一度禁止的商品的解禁进一步促进了中国零售业的繁荣。**此时的百货行业呈现出野蛮生长特点，以大型自营式百货商场为主要形式，且由于消费放开，不用担心存货风险，竞争态势呈现迅速扩张模式。**1996 年之后各个百货商场大肆的扩张，商业模式一成不变，人们需求并没有跟上百货商场扩张的速度，造成了百货业低潮的出现，再加上此时各种综合超市、品牌折扣店、工厂直营店和仓储式商店一一出现，进一步加剧了百货商场的淘汰节奏。因此至 1998 年，成为了中国百货业历史上的“倒闭年”。

图 2：百货行业过去 40 年发展大致经历 5 个阶段

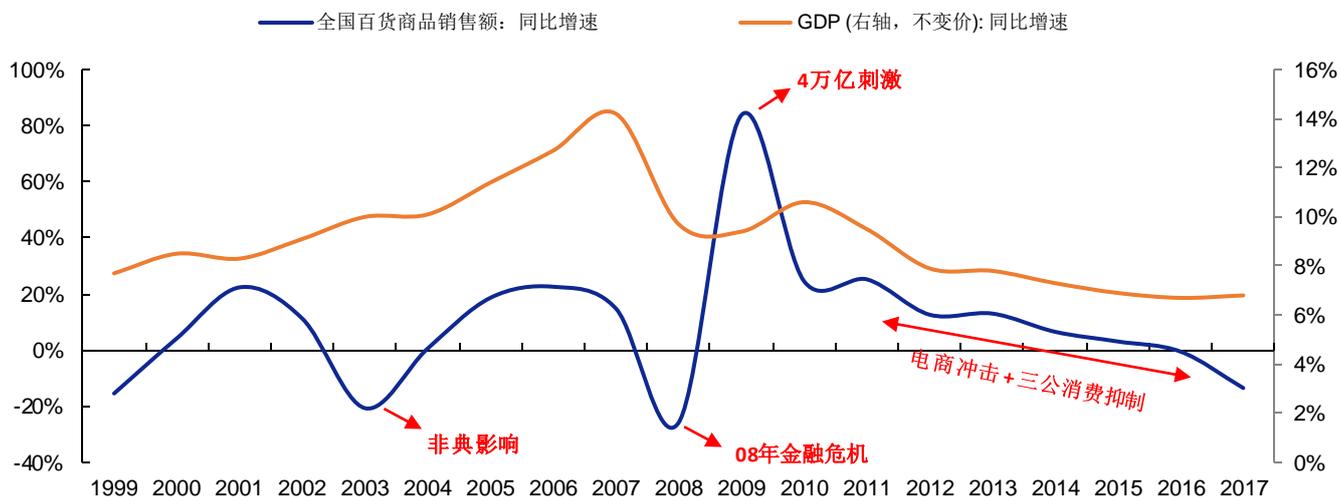


资料来源：公开资料，安信证券研究中心整理

第二阶段 2001~2007 年，外商入侵阶段。2001 年 12 月我国加入世贸组织，扩大商业领域的开放。而早在 1995 年和 1996 年，为了引入竞争，法国家乐福和美国沃尔玛就落户中国，加入世贸后，类似的外国零售巨头更是纷纷进入中国市场抢滩登陆。外国巨头的涌入使得中国的百货业又一次感到了危机的存在，在这期间有一大批跟不上时代潮流的百货大楼陆续关闭。外国巨头给中国百货业带来强烈冲击的同时也涌现出了大量转型升级成功的中国本土零售巨头，外商入侵倒逼国内百货行业摆脱了之前盲目扩张、无序竞争的环境，此时大量的百货企业由自营模式转向更高效的联营模式。

第三阶段 2008~2011 年，经济危机阶段。2008 年经济危机带动全社会消费下滑，百货行业增速放缓。由全国百家大型零售企业零售额同比增速可见，2008 年全国百家大型零售企业零售额增速由 6 月份 24.3% 急剧下滑至 7 月份 4.3%，随后直到 2009 年底增速一直处于低位调整。2010 年起逐渐摆脱经济危机影响，增速逐步回升。

图 3：百货行业在 08 年受金融危机影响显著下滑，09 年开始回暖，12-16 年持续受电商及三公消费抑制影响持续放缓



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

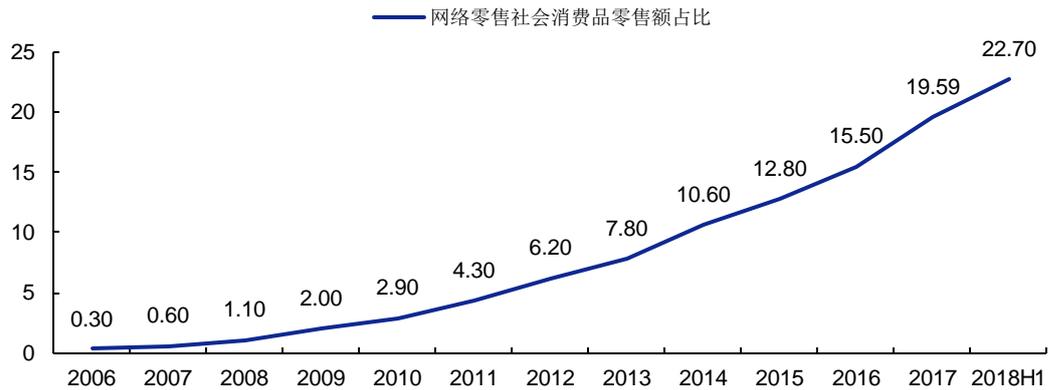
图 4：百家零售企业增速在 08 年下行，09-11 年受政策推动实现反弹，与百货行业走势相似



资料来源：wind，安信证券研究中心

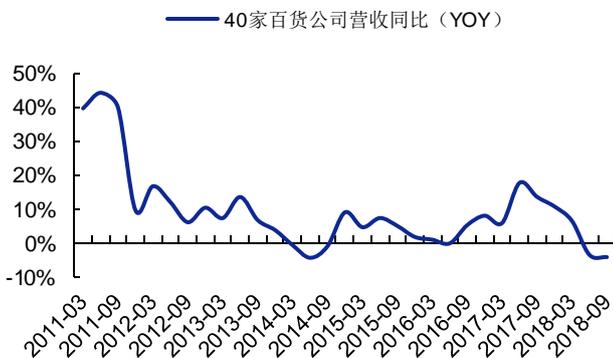
第四阶段 2012~2016 年，电商冲击+抑制三公消费，百货行业持续低迷阶段。2012 年起，随着淘宝、京东、唯品会等电商相继崛起，传统百货行业再次遭遇危机，2014 年随着阿里巴巴、京东上市，叠加消费下行与抑制三公消费政策推行，行业基本呈现负增长。

图 5：网络零售占比在 2006~18H1 期间持续提升至 22.70%



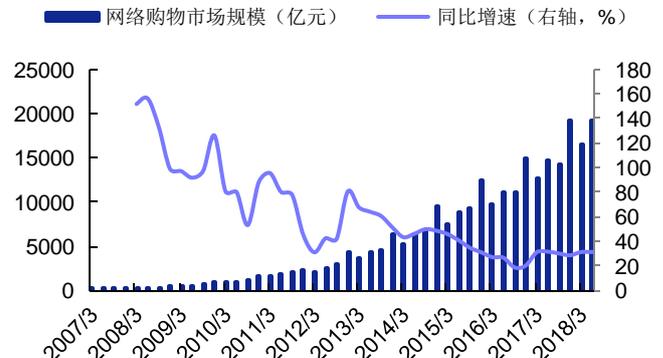
资料来源：商务部，安信证券研究中心

图 6：百货 12~16 年间受电商崛起及三公抑制，持续低迷



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 7：网购 12-16 年快速发展，用户增量红利已处下半程



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

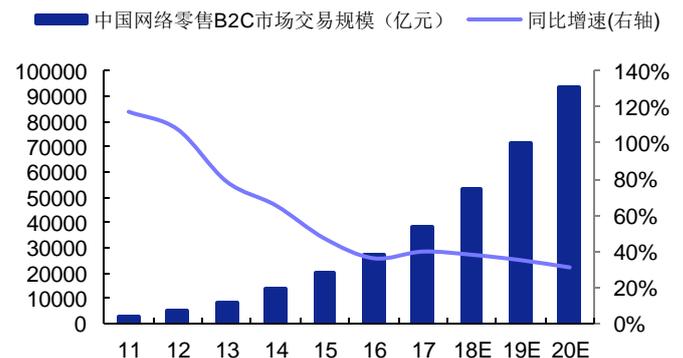
第五阶段 2017 年起，购物回归线下，百货迎来复苏阶段。随着经济增长、地产造富效应等推动下的消费回暖，叠加电商红利逐渐丧失，以及消费者对线下购物体验的重视，百货公司纷纷在 16 年开始实现了较好的同店增长。虽然在 2018 年下半年受到中美贸易战加剧对消费信心有所影响，以及宏观经济小幅走弱，百货的同店数据一度走弱，但在 2019 年 1-2 月份受益个人所得税下降，同店数据环比 18Q4 实现企稳，且在 19 年 3 月期间王府井和天虹股份等环比 1-2 月的同店增速实现进一步向好。考虑到 18Q1 为全年同店增速最大的基数，我们认为百货虽 18H2 经历短暂回落，但百货的同店收入增速在后续 1 个月税效应延续、4 月 1 日企业增值税下降等因素驱动下，19 年 Q2-4 的同店增速有望持续向好。

图 8：头部分电商 15 年以来获客成本持续攀升



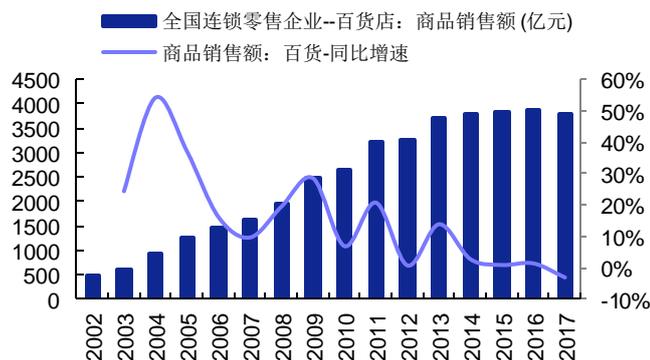
资料来源：毕马威——《中国零售服务业白皮书》

图 9：网上零售占比预计仍将提升，但增幅相比过去放缓



资料来源：易观咨询

图 10: 国内百货行业 17 年收入下滑, 但龙头已率先复苏



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 11: 全国百货店平均坪效 2016 年开始触底回暖



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

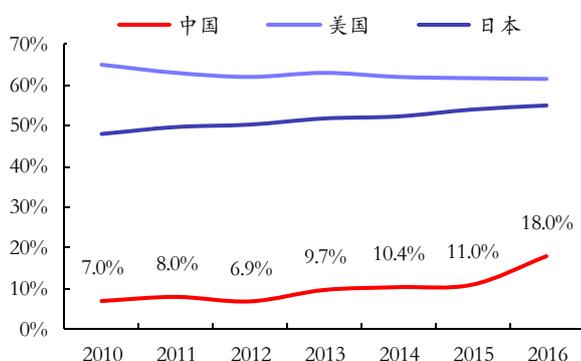
1.2. 竞争格局: 行业高度分散, 龙头异地扩张+并购+国企改革下集中度有望提升

百货公司区域龙头, 全国分散。上世纪 90 年代以后, 中国零售形成买方市场, 产品竞争越来越激烈, 百货公司开始以联营方式经营, 直接进驻百货店经营的各大品牌形成了大区、各省、多级授权的经营模式, 百货业由此形成区域格局。如今, 随着电子商务销售额剧增, 百货公司越来越认识到局限于某地的弊端, 越来越渴望走向全国。

行业集中度低, 议价能力差, 无法形成规模优势。我国百货业市场集中度偏低, 区域特征明显。截止去年, 行业前四名的市场占有率, 即 CR4 不足 20%。而同期美日已达到 50%-60%, 形成寡头市场。行业过于分散直接影响了企业对供应商和消费者的议价能力, 激发非理性竞争, 陷入价格战。百货公司陷入微利状态, 便更加缺乏足够的资金去进行并购重组以提高行业集中度。虽然 2013 年以来, 我国百货行业在加速聚集, 但发展水平仍旧低于成熟市场。

金融力量介入, 收并购凶猛, 行业集中度有望逐步提升。尤其在 2015 年以来, 百货行业收购并购频发, 电商等多个巨头纷纷转移线下, 打破了百货行业过去多年行业整合较缓慢的格局。同时, 行业的整体低估值为电商等企业收购中小型或区域型百货公司带来了估值和整合优势, 实现全国布局的机会。

图 12: 2010-2016 年各国百货行业集中度 CR4 对比



资料来源: RET 睿意德商业地产研究中心, 安信证券研究中心

图 13: 百货行业并购重组交易总价值

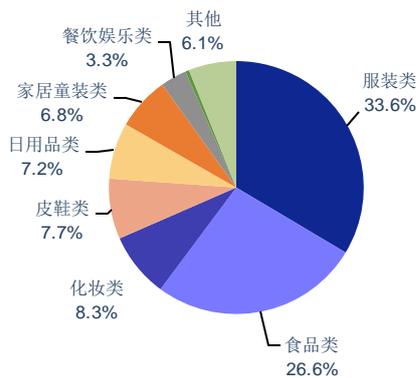


资料来源: RET 睿意德商业地产研究中心, 安信证券研究中心

1.3. 周期性复盘：可选消费属性受宏观影响，前两轮周期约滞后 0~3 个月

百货、奥特莱斯、购物中心等各业态构成均以可选消费为主，因此同店数据与经济周期存在相关性。百货行业的商品主要为服装类、化妆品类、鞋类、日用品、家居童装等品类为主。以 18 年天虹股份的零售主业收入构成来看，服装、化妆品、皮鞋、日用品、家居为收入占比的前五大品类，占比基本达到百货收入的 80%~90%；王府井的奥特莱斯则女装、男装、运动类收入为主，加上箱包、珠宝等品类，可选消费的品类占比接近 100%；购物中心则以 2017 年全国行业平均来看，可选消费的业态占比相比奥特莱斯和百货稍低，但零售业态占比仍在 52% 左右。百货、奥特莱斯、购物中心内业态较高的可选消费占比，使得其同店数据相比超市等必选消费与宏观经济的相关性更大。

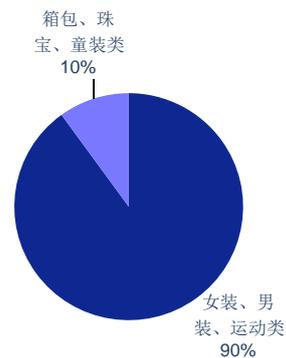
图 14：天虹股份 18 年零售主业收入按商品类别划分占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

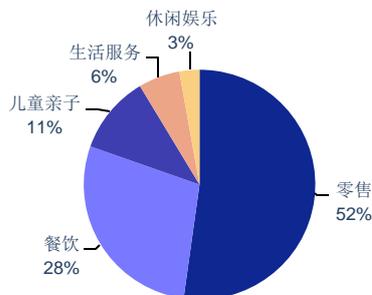
*注：天虹股份超市收入占比零售主业约 30~35%，因此食品类占比比较高

图 15：王府井 18 年奥特莱斯收入按商品类别划分占比



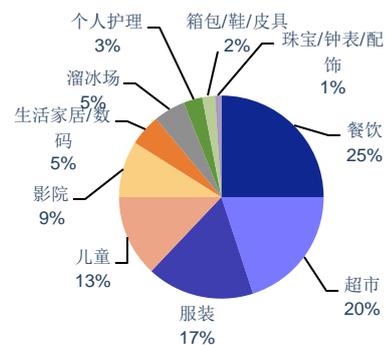
资料来源：公司公告，安信证券研究中心估测

图 16：国内 2017 年已开购物中心各业态平均占比



资料来源：赢商大数据中心，安信证券研究中心

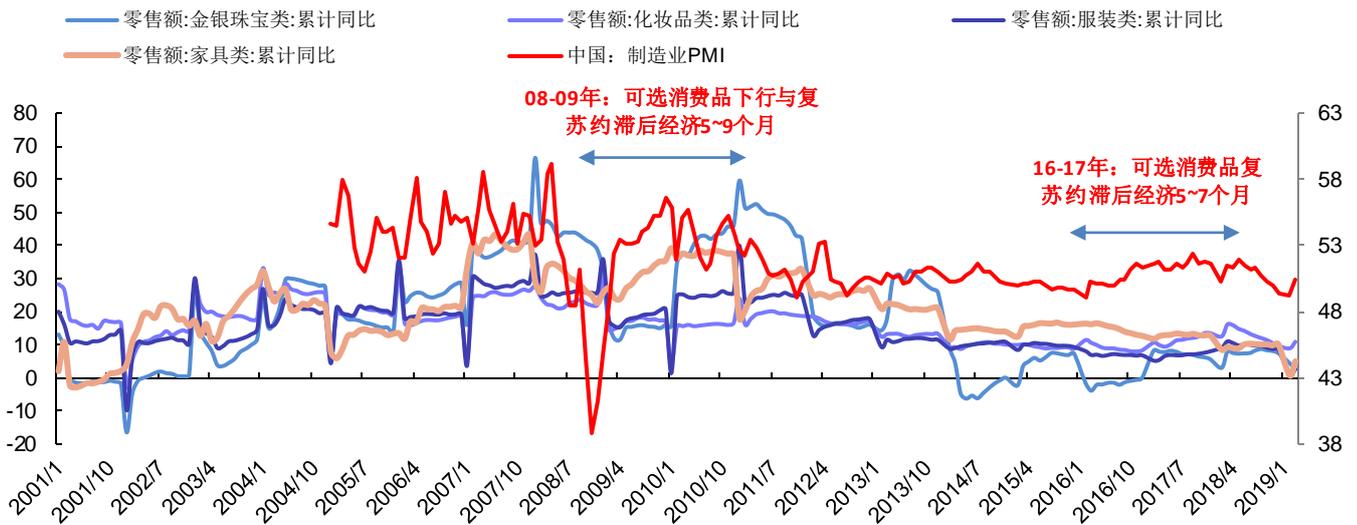
图 17：北京华润五彩城购物中心各业态占比：可选占 54%



资料来源：赢商大数据中心，安信证券研究中心

08 年和 16 年两次宏观波动来看，可选消费品增速大约滞后经济 5~7 个月。由于百货行业无月度高频数据，因此我们以国内服装、化妆品、珠宝、家居等品类零售额的增速来反映百货月度表现，并以国内制造业 PMI 来反映宏观经济情况，可以看到国内可选消费零售额同比增速在 2008~09 年的经济下行与复苏时点上分别约滞后 5~7 个月，在 2016 年宏观经济复苏时（约 16 年 7 月）滞后约 5~6 个月，主要原因系大众消费者的实际可支配收入与宏观经济变化存在一定的滞后性（即工资和奖金的波动受经济影响有滞后）。百货行业主要品类均已服装、化妆品、珠宝、家居等为主，因此同店的数据从月度上来看，我们认为同样与经济存在一定滞后性，估测同样在 5~7 个月左右。

图 18: 从 08-09 年经济下行、16-17 年经济复苏来看, 可选消费品大约滞后 5-7 个月左右



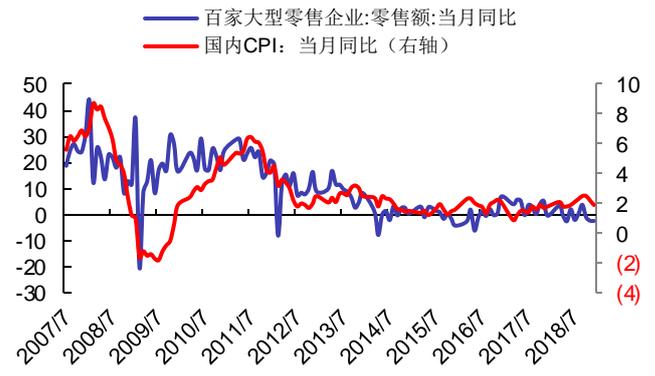
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 19: 百家零售企业与 PMI 大约滞后 0-4 个月



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 20: 百家零售企业的增速与 CPI 基本同步



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

40 家样本百货公司收入与 GDP 增速约滞后 0~3 个月, 与社零数据存在一定相关性但不显著。我们将 A 股上市的 40 家百货公司在 2011 年~2019 年 Q1 单季度营收 (连续口径) 做同比增速, 在季度频率的维度上, 40 家百货企业收入的同比与 GDP 增速整体趋势上具备一定相似性, 约滞后 0~3 个月左右。与社零数据来看, 40 家百货公司的营收增速趋势整体上较为接近但相关性有限, 整体趋势呈一定同步性。

图 21: 百货行业与 GDP 季度增速大约滞后 0-3 个月



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 22: 百货与社零增速存在一定相关性, 走势基本同步



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

2. 对标美日：百年发展使得线下高度成熟，行业沉浮间龙头成长分化

2.1. 美国百货：百年发展网络高度成熟，电商冲击下折扣百货发展分化

2.1.1. 百货行业：百年发展且无政策压制，多业态分工明确且网络高度成熟

美国百货行业历史：培育期（1880~1940年）、发展期（1940~1960年）、稳健期（1960~1980年）、分化期（1980~2010年）、缩减期（2000年~至今）。

图 23：美国百货行业百年发展史可大致分为五个阶段：培育期、发展期、稳健期、分化期、缩减期

	百货培育期	快速发展期	稳健发展期	业态分化期	份额缩减期
时间段	1880~1940年	1940~1960年	1960~1980年	1980~2010年	2000~至今
行业变化	南北战争结束，城市开始逐步兴起，百货开始初期导入	家用冰箱普及、城市化推进、超市开始登场，百货发展至鼎盛	汽车持续普及，人口向郊区迁徙，市郊购物中心快速发展	受两次石油危机影响，人均实际购买力下滑，折扣百货异军突起	网络零售快速发展，传统百货份额持续缩小，折扣百货逆势而上
代表企业	A&P、Sears	Kmart	Mall of America、梅西百货	TJX、Ross、沃尔玛、Costco	Amazon
基本指标	①人均GDP：200→780美元（CAGR=2.3%） ②城市化率：10%→50% ③千人汽车拥有量：0→200辆 ④人口复合增速：1.65%	①人均GDP：780→3000美元（CAGR=7.3%） ②城市化率：50%→70% ③千人汽车拥有量：200→400辆 ④人口复合增速：1.66%	①人均GDP：3000→12547美元（CAGR=7.8%） ②城市化率：70%→74% ③千人汽车拥有量：400→800辆 ④人口复合增速：1.22%	①人均GDP：12547→48396美元（CAGR=4.8%） ②城市化率：74%→81% ③千人汽车拥有量：800→850辆 ④人口复合增速：1.07%	①人均GDP：36305→62590美元（CAGR=3.1%） ②城市化率：80%→83% ③千人汽车拥有量：800→850辆 ④人口复合增速：0.87%
消费观念	满足刚需	大众消费	品质消费	理性消费	理性消费

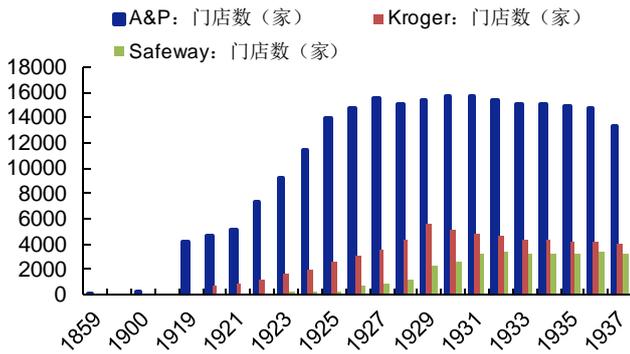


国内情况：城镇化增至60%并进入缓慢提升阶段；人均GDP超过10000美元，开始进入品质兼理性的消费时代；购物中心持续向二三四线城市下沉；整体人口增速进一步放缓；大致类似美国百货发展史第三阶段。

资料来源：Tedlow(1990), Lebar(1952), Manchester(1992), Horner(1956), Richard(1991), Wind, Bloomberg, 安信证券研究中心整理

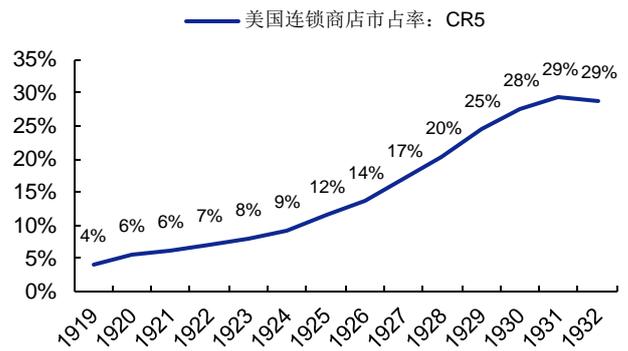
①19世纪80年代~20世纪40年代（百货培育期）：美国首家百货公司为西尔斯（Sears）在1886年美国南北战争结束后不久成立成立了第一家真正意义上的百货店，旨在“为所有人服务，所有商品有售（everything for everyone）”的零售概念，后续随着美国20世纪初期城市的兴起，百货门店从1886年第一家发展至1912年门店数已至1140家，期间大多数百货店未形成供应商共享及品牌商渗透，定位更像如今的杂货店（包括食品杂货店）。最具代表性的百货企业就是A&P（大西洋和太平洋食品公司），其为美国历史上第一家连锁店。公司从1900年的196家门店快速扩张至1930年的15671家，销售总额达到15亿美金，单家企业占全美零售行业总销售额的14%；美国百货零售行业在此期间也完成了集中度的初步提升，CR5市占率由1919年的4.2%提升1932年的28.8%。

图 24：美国连锁百货店 CR3 在 1920~1940 年间快速发展



资料来源: Tedlow(1990) and Lebhar (1952), 安信证券研究中心

图 25：美国百货 20 世纪初兴起后，快速抢占单体店份额



资料来源: Tedlow(1990) and Lebhar (1952), 安信证券研究中心

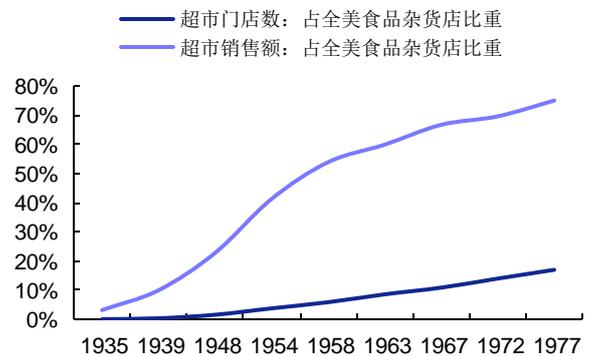
②20 世纪 40 年代~20 世纪 60 年代 (百货鼎盛时期, 超市开始崛起): 受益冰箱在美国家庭开始普及、城市化进程的推进、以及人均拥车量的持续增多 (每千人汽车保有量由 200 辆提升至 400 辆), 选择性更广且性价比更高的超市业态在此期间开始快速普及, 持续挤占社区周边的食品百货 (食品杂货店) 零售市场份额。但在 1930~1965 年期间, 传统的百货随着城市化的进程仍持续扩展, 连锁化率持续提升, A&P 仍保持了 35 年的美国零售行业龙头地位, 西尔斯 (Sears) 在此期间凭借根据品牌化的差异化百货定位快速成长, 在 1965 年超过了 A&P 成为美国的零售新龙头。

图 26：美国超市在 1940 年开始兴起，挤占食品百货份额



资料来源: Manchester(1992), 安信证券研究中心

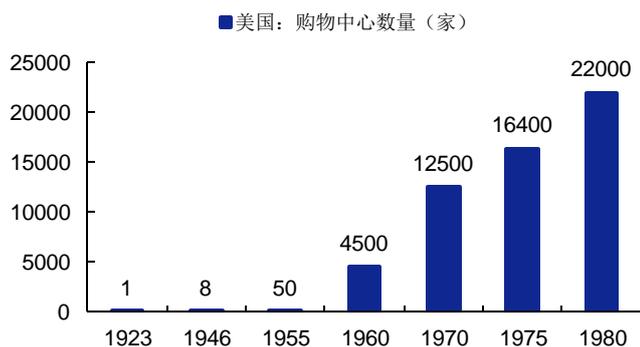
图 27：超市发展至 1970 年末，占据 75% 食品杂货销售额



资料来源: Manchester(1992), 安信证券研究中心

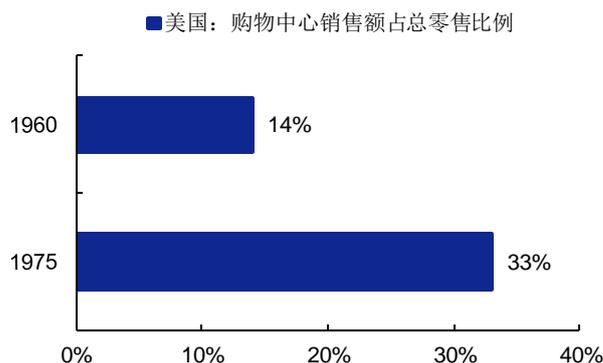
③20 世纪 60 年代~20 世纪 80 年代 (购物中心异军突起, 百货份额保持平稳): 美国汽车渗透率再次期间进一步提升, 每千人汽车保有量由 400 辆提升至 800 辆, 每个家庭基本拥有 1~2 辆汽车的水平, 叠加美国城市发展在此进程中主打公路模式而非轨道交通, 富裕的白人开始为了更高的社区环境持续流向郊区, 以及二战后的婴儿潮一代进入消费市场推动中产阶级人数持续增多, 美国开始进入了品质化消费的鼎盛时期。购物中心凭借郊区更低的租金, 在商场空间、餐饮门店以及娱乐休闲等更多业态积极引入, 创造了更好的购物环境, 成为了移居至郊区的中产及富裕白人品质化消费首选。大型市郊购物中心 1960 年在全美开始盛行后, 门店数量从 1960 年 4500 家快速扩张至 1988 年 32563 家, 成为期间零售业的新星。

图 28: 受益汽车普及和郊区迁移, 购物中心 1960 年大发展



资料来源: Horner (1956), Richard (1991), John (1971), 安信证券

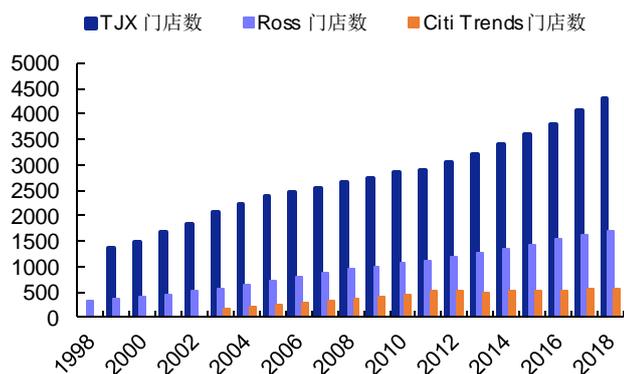
图 29: 美国购物中心 1960-70 年间占零售总额快速提升



资料来源: Jbid P.426, 安信证券研究中心

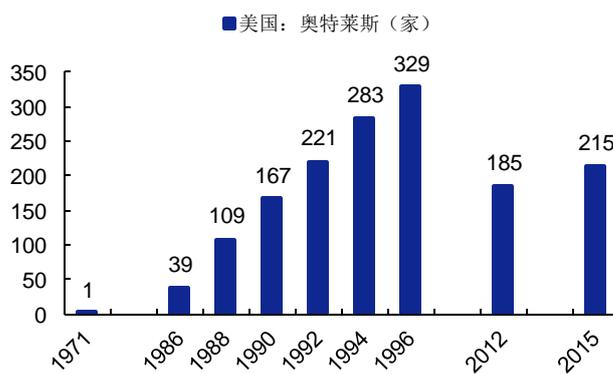
④20 世纪 80 年代~2010 年 (折扣百货快速崛起, 正价百货持续下滑): 美国经过 20 世纪 50~60 年代的经济快速发展, 至 20 世纪 70 年代则先后经历两次石油危机, 经济开始进入了高通货膨胀+经济增速放缓+失业率提升的困境。从需求端来看, 美国增速放缓的人均收入在此期间持续拖累人均实际消费, 并曾一度出现负增长, 为 20 世纪 80 年代后平价商品(off-price)出现零售市场奠定了需求基础; 从供给端来看, 萎缩的消费需求使得本土的服装生产商和百货商场积压了大量的服装库存, 急需一个库存退出渠道来提高商品的周转。折扣百货(off-price department store)作为大批量向传统百货和品牌服装商低价买入库存及过季商品的模式, 在此期间开始快速发展, 至今已成为美国服装零售体系的不可或缺渠道 (正价百货→折扣百货→奥特莱斯→海外销售)。代表性企业如折扣百货的前两大龙头 TJX (由 1977 年的 1 家门店发展至 2017 年 4000 家)和 Ross(由 1982 年的 6 家门店发展至 2017 年的 1533 家); 奥特莱斯也同样在 1986 年后快速发展, 在 1986~1996 年期间以每年平均 29 家门店的速度快速发展至行业顶峰。

图 30: 折扣百货龙头 TJX 和 Ross 在 1990 年后迅速发展



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 31: 美国奥特莱斯在 1980~2000 年期间快速发展



资料来源: Value Retail News, 安信证券研究中心

⑤2000 年~至今 (电商全面冲击, 百货发展明显分化): 在 1990 年以后, 传统的正价百货业态一方面受到以 Costco 和 Walmart 等仓储会员和超市业态的持续冲击, 另一方面则在 2000 年后开始受到 Amazon 和 ebay 等为代表的网络零售冲击。美国的网上零售总额在 2000 年以来持续高速发展, 在美国零售总额的比例从 2000 年初的 0.8% 提升至 2018 年末的 11.2%。对此线下的百货企业梅西百货、Kohls 等开始持续对线上销售平台及数字化应用持续推进, 但未来门店数预计仍将逐步减少; 昔日的老牌百货龙头西尔斯 (Sears) 则由于创新不足与经营不善, 申请破产保护; 折扣百货龙头 TJX 则连续 22 年保持同店销售额增长记录, 未来计划从 18 年的 4000 家门店继续扩张至 6100 家, 发展势头强劲。未来美国的百货行业在电

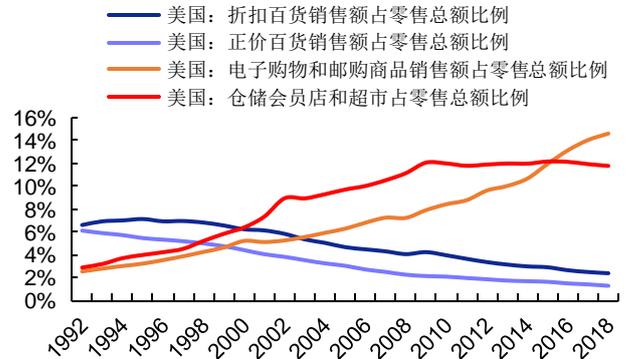
商的冲击下，预计行业总量仍在缓慢增长但存量市场或将持续迎来洗牌，能拥有较高自有品牌（稀缺性，其他地方买不到）、主打高性价比、注重购物体验的百货标的有望继续发展。

图 32：美国网络零售在 2000 年以来持续快速发展



资料来源：美国商务部普查局，安信证券研究中心

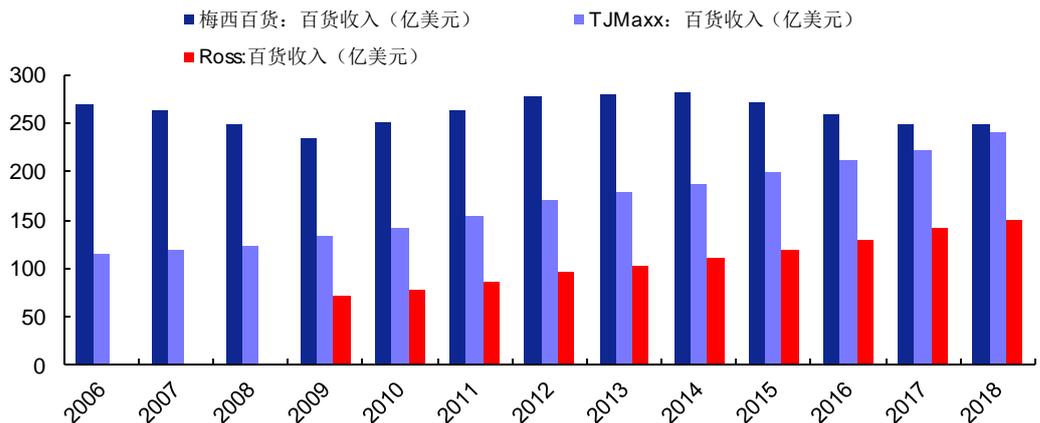
图 33：折扣和正价百货销售额占零售比例持续走低



资料来源：美国商务部普查局，安信证券研究中心

*注：图中的网络购物销售额包括

图 34：网购冲击下，正价百货龙头梅西改革创新，折扣百货龙头 TJX 和 Ross 销售逆势而上



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

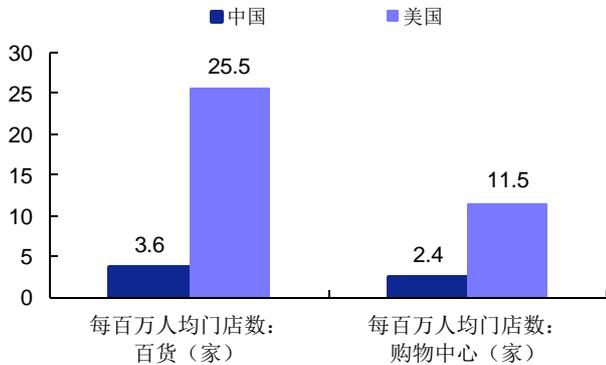
美国百货行业的目前格局可总结为四大特征：线下网点充分渗透、自营模式占据主导、细分业态分工明确、龙头市占率高度集中。

1) **线下网点充分渗透**：美国百货行业随着 20 世纪初期东西海岸的城市化进程一同发展，并在 20 世纪 60 年代开始购物中心业态随着城市人口郊区化同步拓展。经过 100 多年发展，线下百货及购物中心零售网络渗透至 2000 年初已充分下沉且高度密集。国内由于市场经济在 1980 年后才开始，百货业态发展至今大约 40 年时间，且城镇化率目前约 60%，人口仍在向城区流入（二三四线），购物中心在国内的二三四线城市渗透空间仍具较大。目前从城市发展、消费习惯、人均收入等多层面对比，国内百货更类似处在美国百货 1960~1980 年的稳步发展阶段，一线城市已经开始存量整合和改造，中长尾的二三四线城市仍有增量潜力。

2) **自营模式占据主导**：美国百货由于均为民营企业，20 世纪中后期的行业并购对龙头市占率提升起到了关键作用，规模效应下企业开始具备对上游服装供应商的整合及渗透实力，叠加线下自有渠道，美国百货逐步发展成毛利率更高的自有品牌销售模式，买断式经销+自主品牌建设成为百货经营模式的主流（Macy 自有品牌占比 45%、Kohls 占比 52%）。国内由于百货多为国企，目前 CR4 仅 8%~15%，规模效应尚未较好体现，且面临 SPA 模式下品牌服

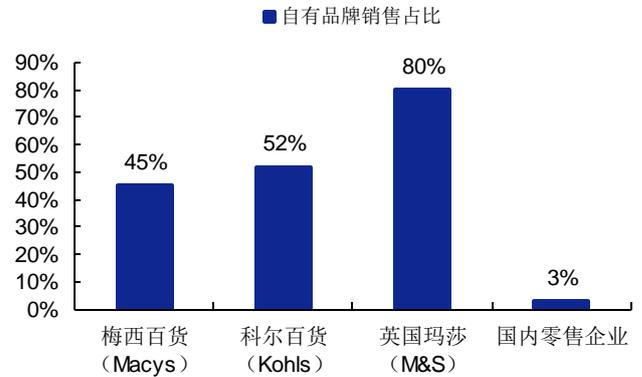
装企业的激励竞争（如优衣库、GAP、H&M等），占据备货销售额半数的服装领域现阶段较难出现自有品牌（例如Macy's模式），未来更多依靠大数据分析下，通过对消费者需求的抓取和分析，以自购买手店的形式逐步提升自营模式的占比，同时推动百货由传统的“货-场-人”向“人-货-场”转型升级。

图 35：美国百货 100 多年发展，人均门店数远高于中国



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

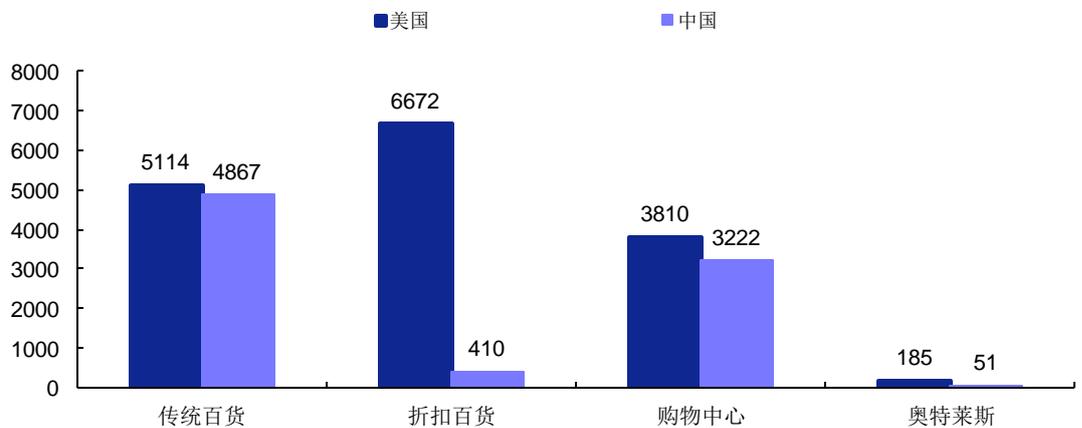
图 36：美国传统百货企业自有品牌占销售 40%~50%



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

3) 细分业态分工明确：美国百货行业目前已经形成四大业态传统百货、折扣百货、购物中心、奥特莱斯四大业态，品牌服装等销售已形成成熟零售网络，提高了整体品牌服装商和传统百货的商品周转与运营效率。而国内目前品牌服装基本以传统百货销售为主，折扣百货业态尚未起步，奥特莱斯发展仍处较初步阶段，未来细分业态的发展仍有望持续完善。

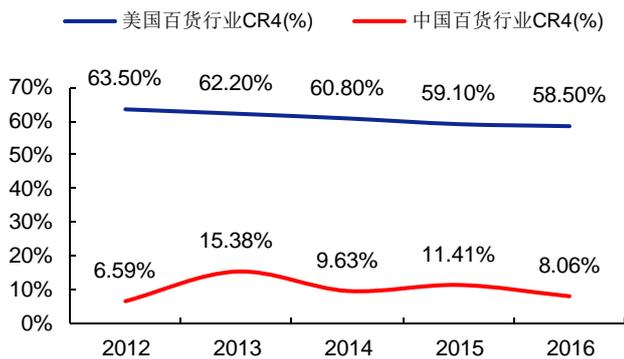
图 37：美国零售业态分工明确且均发展成熟，折扣百货发展强劲（单位：家）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

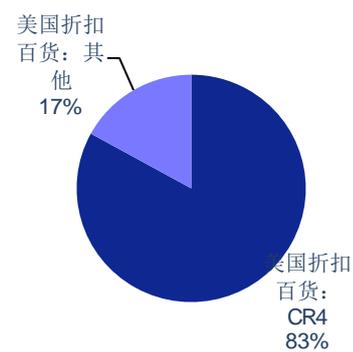
4) 龙头市占率高度集中：美国百货行业由于均为民企，行业内大型并购十分常见，并在1993~1998年和2003~2008年两次并购高峰后，百货行业的CR4市占率近年来基本在58%~64%左右。国内由于百货行业多为地方国企性质，近年来CR4占比约7%~15%，大型并购的快速推进较难，未来在资产重组整合及龙头异地扩张下，CR4的市占率有望持续提升，推动百货行业的规模效应和企业影响力。

图 38: 美国百货行业整体 CR4 占比显著高于国内



资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图 39: 美国 2013 年折扣百货 CR4 门店占全行业 83%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.1.2. 标的层面: 折扣百货龙头 TJX 强势崛起, 梅西百货数字化+自有品牌推进

➢ 折扣百货龙头 TJX 主打“线下寻宝”模式, 金融危机后仍保持逆势扩张

TJX 是美国和全世界的服装和家庭时尚低价零售商。TJX 经营 TJ Maxx Store、Marshalls Store、Winners Apparel 等多种店铺类型, 是美国平价百货公司龙头企业。采用品牌产品+绝对低价的模式, 为消费者提供淘宝式购物体验, 在全球百货行业低迷时期保持连续增长。目前已经成为全美折扣百货中最大企业, 商品一般已正价的 1~6 折出售, 商品包括轻奢品牌服装、家居用品、护肤品等, 已成为传统百货、一线品牌服装和家居上消化库存的重要渠道之一, 并核心定位中等及中上收入阶层的家庭。

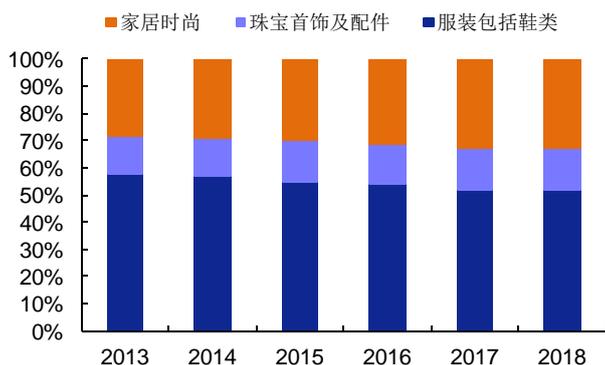
表 1: TJX 成立于 1977 年, 在 1990~至今仍在快速发展

时间	TJX 历史沿革
1977 年	两家 T.J.Maxx 商店在马萨诸塞州奥本和伍斯特开业。
1992 年	TJX 在美国推出家居用品, 提供来自世界各地的各式家居时尚选择。
2008 年	在英国启动 6 家分店经营 HomeSense 品牌, 将 Bob's Stores 卖给 Versa Capital Management 和 Crystal Capital
2010 年	TJX 宣布 A.J.Wright 停止营业
2011 年	TJX 在加拿大推出了其最成功的品牌之一 Marshalls
2012 年	T.J.Maxx 开立第 1000 家店
2015 年	从澳大利亚 Gazal Corporation Limited 手中收购商业秘密和家庭秘密的低价零售业务

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

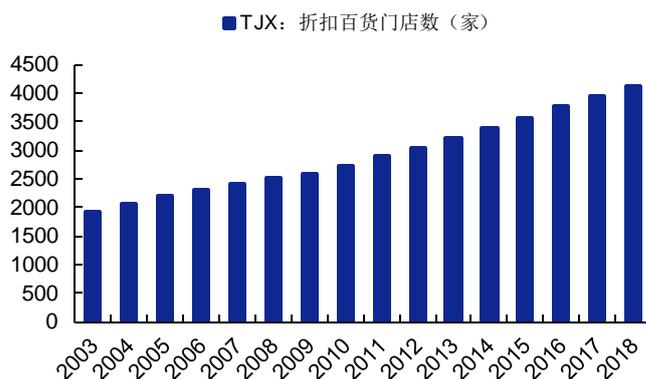
公司目前 4000 多家门店大部分集中在美国, 未来门店数计划增多至 6100 家。TJX 目前绝大多数门店均在美国, 但已向全球市场布局, 门店数在 18 年已经超过 4000 家。TJX 目前拥有四种店铺类型, 其中 Marmaxx 贡献了公司最大的利润。除了实体店的开展, TJX 也在着力打造电子商务来提升流量和扩大客户群。12 年公司和低价互联网零售商合作, 开展 7 天 24 小时物品寄送服务, 未来计划门店数增多至 6100 家门店。

图 40: 服装及家居为 TJX 销售品类核心, 占比 85%



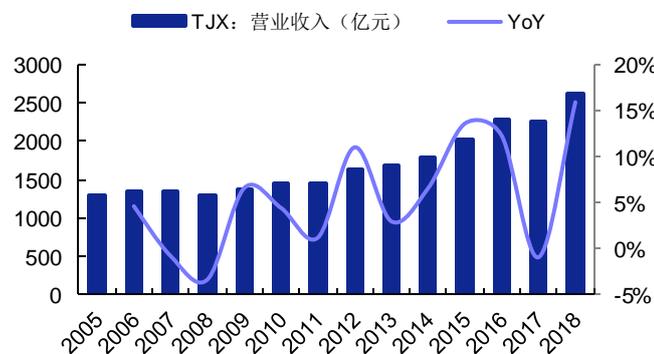
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: TJX 门店数从 03 年 1932 家增长至今已超 4000 家



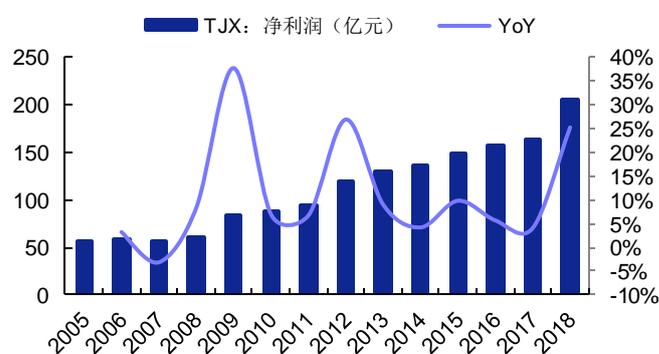
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 42: TJX 营收 2005-18 年复合增速 5.6%



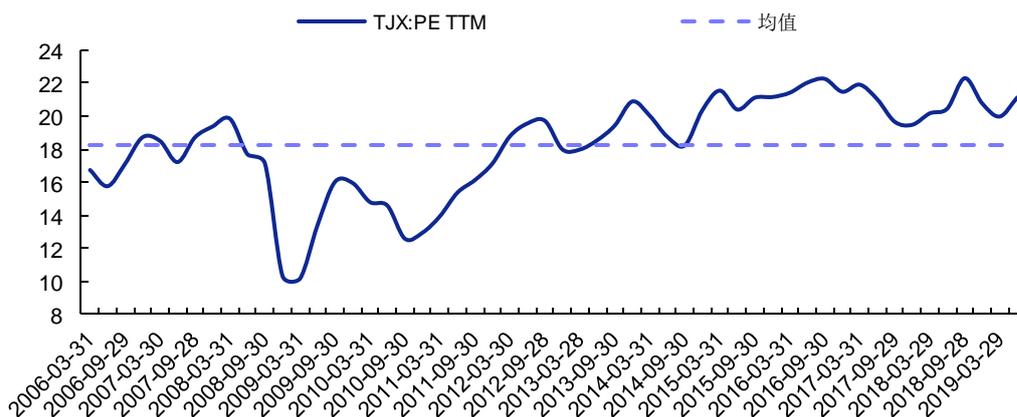
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 43: TJX 净利润 2005-18 年复合增速 10.6%



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 44: TJX 在 2006 年至今 PE TTM 的平均值约 18.3x, 目前 PT TTM 约 21.1x

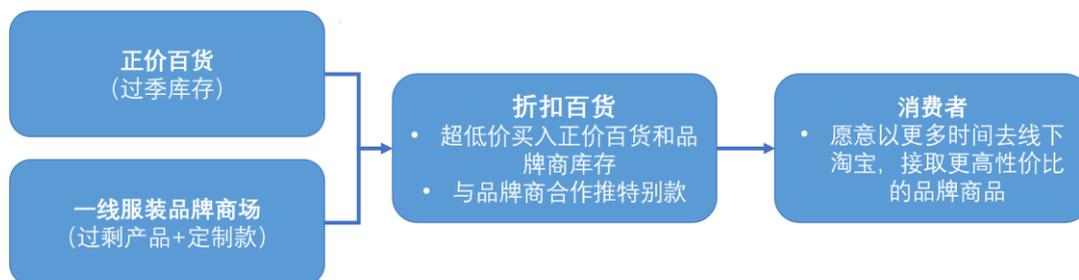


资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

“线下寻宝”的模式凸显实体门店必要性, 正品低价+市区位置+售完不补激发中产消费者购物热情。在经营模式上, TJX 主打“线下寻宝式闪购”, 首先从传统百货和一线品牌服装师超低价购入库存商品, 已小批量上架, 门店每周一、三、五定期更新, 而且卖完不会再补货的形式销售。对于消费者而言, “寻宝式购物”会更容易让其产生非计划性购买, 因为商品一旦看中不买后, 可能就再也买不到了, 因此会极大提升线下购物的动力。其次小批量购入使得商品周转较快, 可以持续保持商品的更替, 让顾客定期来线下门店依旧能看到不同的商

品。此外，在门店宣纸上，TJX 虽然因为折扣百货，但选址仍在市区为主而非需要特意驱车前往的奥特莱斯那样郊区，相对便捷的交通和地理位置也为此提供了充足的客源。

图 45：TJX 超低价买入库存品牌商品，定位愿意花时间“线下寻宝”的消费者



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

TJX 的成功四大要素：
 ①抓住了历史机遇：美国在 20 世纪 70 年代居民需求端高通胀+经济低增速下疲软，品牌服装商供应端则由于库存高企+周转率下滑，继续库存消化渠道。公司再次背景下率先抓住机遇，推出折扣百货的新业态。
 ②规模效应筑高壁垒：TJX 在 1977 年成立后，开始快速展店，从先发优势扩大到规模优势，并持续快速扩张保持，奠定了和传统百货企业及一线服装品牌商的议价能力和品牌定制实力。截止目前，TJX 在全球已拥有约 21000 多家供应商，保证了货品的流转和按时按需送达。同时也保证了供需链的低消耗，降库存，降耗费。折扣百货市占率第二名的 Ross 百货其后发进入市场，但由于 TJX 规模效应已确立，实施差异化价格定位，其服装的品牌以更低的价格以及更多非一线品牌为主。
 ③专业买手团队成为核心竞争力：TJX 的核心营销思路为“顾客创造一个寻宝圣地”，因此公司的 900 多名专业买手会在全球与各类设计师品牌展开采购与合作，包括了范思哲(Versace)、Diane Von Furstenberg 等，成为吸引顾客线下消费的核心竞争力。
 ④持续压缩日常成本及经营效率：与传统百货华丽的装饰不同，TJX 这类折扣百货主打低价而非购物体验，因此在门店的装修和人员配备上尽可能压低成本，而把更多开支放到运营把控、后台管理及供应链优化上。公司的门店装修简洁且店员较少，类似大卖场的购物环境，但足够低的价格是吸引消费者核心筹码，叠加公司重视运营效率，根据 Morningstar 数据显示，存货消化时间平均为 55 天，相比行业平均水平的 85 天缩短仅 1 个月。

图 46：TJX 店多在市区而非郊区，但面积比传统百货略小



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 47：TJX 店内装修简洁，靠低价策略依旧吸引消费者



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 48：TJX 商品往往为正价 1-6 折，且售完不补货

图 49：TJX 有专业买手团队和培训系统，为其核心竞争力



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

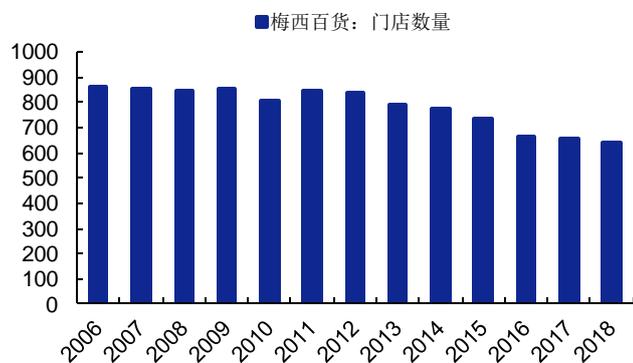


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

➤ 梅西百货：传统百货龙头持续数字化+深耕自有品牌，强化核心竞争力艰苦转型

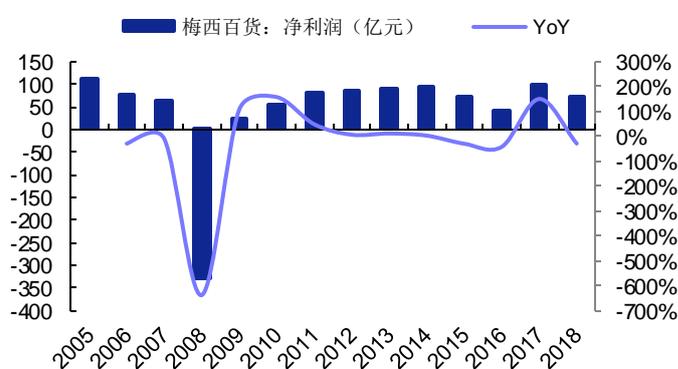
梅西百货公司(Macy's)是美国著名连锁百货公司，目前拥有 640 家百货门店。梅西百货由 Rowland Hussey Macy 先生于 1858 年在纽约曼哈顿以自己名字命名成立，旗舰店位于纽约市海诺德广场 (Herald Square)，该门店号称是“世界最大商店”。梅西主要经营服装、鞋帽和家庭装饰品等，以优质的服务著称，享誉全球。旗下有定位中档百货的 Macy's、高档百货的 Bloomingdale's、折扣店的 The Outlet 和 Backstage、以及定位在中档美妆零售店的 Bluemercury 等子品牌。

图 50：梅西百货门店数近年来持续减少至 641 家



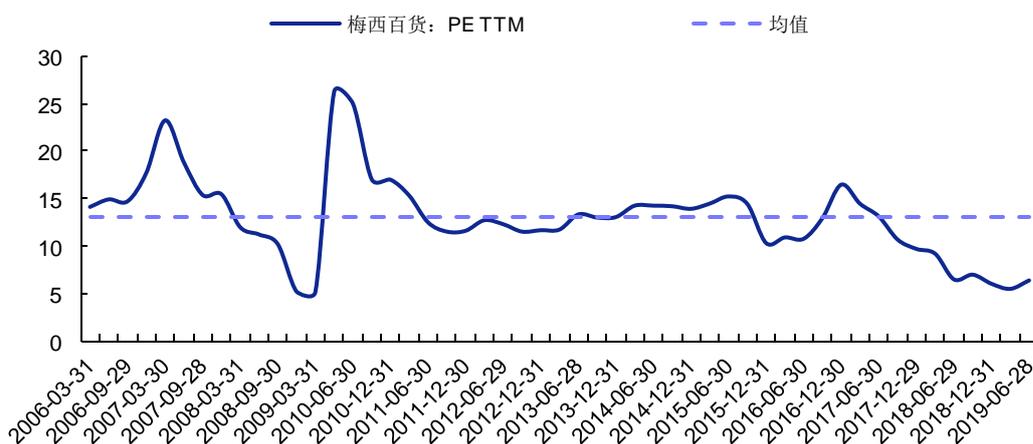
资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 51：梅西百货 18 年净利润 74.33 亿元，近年来持续低迷



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 52：梅西百货 2006 年至今 PE TTM 的平均值约 13.0x，目前 PT TTM 约 6.4x



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

RFID 技术升级助力供应链管理数字化, 库存周转率与精确度的进步使公司盈利+客户满意度均得以提升。 RFID 电子标签是一种广泛应用于仓库管理, 生产流水线管理等领域的一项技术。梅西通过建立全美 21 个分销仓库将孤立的库存数据用 RFID 技术实现了动态监控, 有助于减少库存损失 (库存精确度的提升使得易被遗漏的 last unit 部分得以被有效管理) 和高效化库存管理 (RFID 可实施计算出预计供货量, 在库存较低不足时通知供应商补货, 库存较高时为门店实施及时降价促销)。根据公司 IR 材料显示, 供应链数字化提升助力梅西库存周转率和销售额改善, 在 2018 年全价销售额提升了 2.6%, 库存周转率与其他零售商差距逐渐缩小。

图 53: 梅西百货目前涵盖三类产品线: Macy's 百货门店、Bloomingdale 潮流店、Bluemercury 奢侈美妆店



主力店Macy's: 定位高档
旗舰百货—640家店



子品牌Bloomingdale: 定位年轻
化、摩登路线—38家店

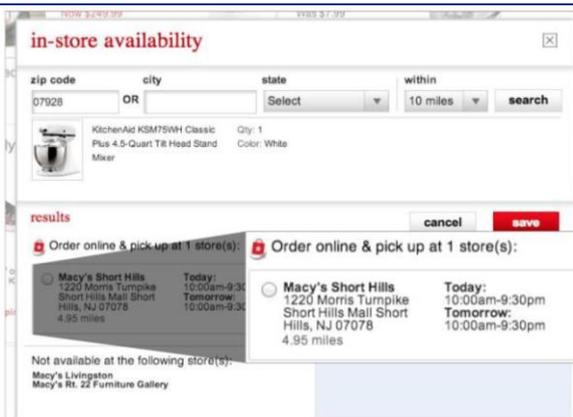


子品牌Bluemercury: 专攻
奢侈美妆零售—163家店



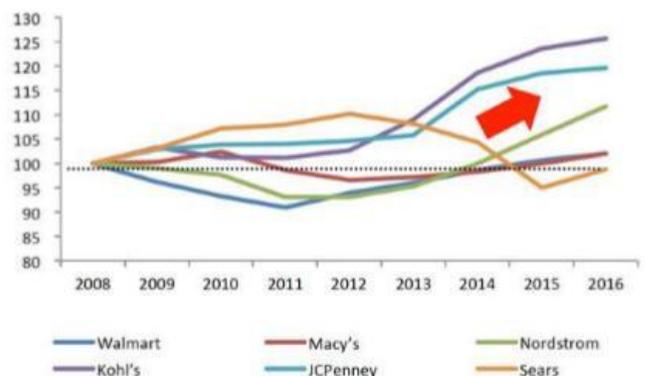
资料来源: 公司 2019 财年 IR 材料, 安信证券研究中心整理

图 48: 梅西在线库存查询系统提供邮寄与门店提货



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 49: 梅西库存周转率与相近零售商差距日益缩小

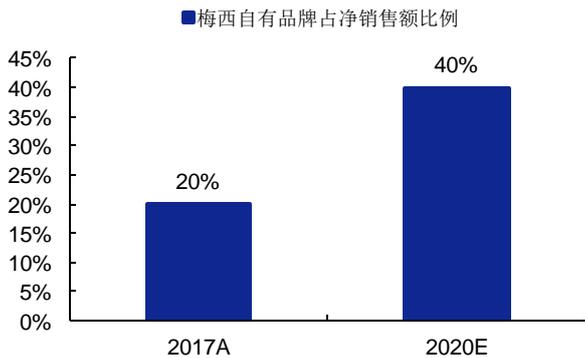


资料来源: bloomberg, 安信证券研究中心

梅西百货深耕自有品牌和独家供应品牌, 打造百货商品的独特性和品牌忠诚度。 1) 自有品牌: 梅西百货自有品牌达 15 个之多, 且销售渠道仅在梅西百货门店, 不在其他渠道销售, 使得自有品牌成为了吸引顾客特地前往梅西百货购物的重要驱动力之一。公司的自有品牌在品类上分布于男女装, 鞋靴, 家具, 包袋, 珠宝, 手表等子项目, 如运动服饰品牌 Ideology、女装品牌 Maison Jules、家具品牌 Martha Stewart Collection 等。自营业务与总销售相关度

高于授权业务，彰显自有品牌重要性：公司财报显示，17年梅西百货自有品牌达到了净销售额的20%，并计划2020年将该比例提升至40%。2) 独占品牌：梅西百货还与多家品牌签订独占协议，有助于提升用户忠诚度：独家供应品牌与自有品牌具有唯一性(exclusive)，对品牌忠诚的客户群体的会频繁复购，使得深耕这两个领域的梅西百货受益颇多。公司自有和独占品牌主要分布在服饰区，单价低，用户更换频率高，因此服装的高复购率较家电等多年一换的品类更容易给公司带来积少成多的收益。自有和独占品牌得以成为用户与梅西紧紧联系的纽带，最终转换成了顾客对梅西百货品牌的热爱与高忠诚度。

图 50：梅西自有品牌销售额占比计划持续提升



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

表 5：梅西自有品牌大多定位高频高性价比服装，强化流量吸引

品牌名称	类别	价位 (美元)
Ideology	服饰 (运动)	25-65
I.N.C International concepts	男女装	16-180
JM Collection	女装	30-70
Maison Jules	女装	8-100
Martha Stewart Collection	家居	5-5000
Tasso Elba	男装	30-120
Thalia Sodi	女装	16-100
Style&Co	女装	18-100

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.2. 日本百货：政策解禁但遇经济低迷，百货业态持续萎缩

2.2.1. 百货行业：政策限制使得百货店数量有限，泡沫经济破裂后行业持续萎缩

日本百货行业发展历史悠久，可大致分成 4 个阶段：①1900-1930 年的百货导入期；②1930-1960 年政策压制&稳健发展期；③1960-1990 年的超市、购物中心争夺份额期；④1990-至今的政策解禁但行业萎缩期。

表 2：日本百货行业的百年发展史大致可分成 4 个阶段

时间	日本行业变迁史	日本行业变迁史
1900-1930 年	导入期	和服店纷纷开始改造至百货门店，百货模式开始孵化。明治维新后日本经济持续发展，城市化的推进和有轨电车的建设，使得百货行业在此期间快速发展。
1930-1960 年	政策限制但持续发展	中小型零售者受百货门店挤压持续抗议，日本政府于 1937 年推出《百货店法》抑制百货门店数量扩张。至二战时期，日本实行计划经济，对重工业强行实施资源倾斜分配，导致服务业的发展出现断层。至 20 世纪 50 年代初，日本经济开始振兴，百货店随着经济的振兴而进入快速发展，与中小零售商的矛盾再度激化，日本政府期间推出第二版《百货店法》
1960-1990 年	超市、购物中心争夺期	超市和购物中心等新业态在 1960 年后从美国持续引入日本，由于不受《百货店法》的限制得到高速发展，但至 1979 年后超市和购物中心业态受新出台的《大店法》同样被限制。期间，日本经济高速发展，并在 1980 年~1990 年期间泡沫经济破裂前夕，奢侈品等高端可选消费在日本持续风靡，推动百货行业零售总额持续增长。
1990-至今	限制解除但行业陷入衰退	日本泡沫经济在 1989 年开始破裂，消费者对可选消费的购买力持续下滑，转向性价比更高的超市、大卖场、优衣库等高性价比的品牌服装店。《大店法》在 2000 年彻底废止，但百货行业仍持续走向衰退。日本百货龙头如永旺、高岛屋等纷纷开始布局海外。日本国内的百货则在并购下，集中度持续提升。

资料来源：公开资料，安信证券研究中心整理

1) 1900-1930 年：百货导入日本市场并快速发展，挤占中小零售商份额。日本第一家百货公司在 1904 年由三越株式会社和服店改建而成，早期的百货商店大多均从江户时代的和服店转化而来（包括早期转化为百货店的三井吴服店、三越百货店等），经营范围并有最初的服装扩大到日用商品、食品、餐饮等各类范畴，并将日本的零售模式由原先的店员与顾客席地而坐的谈判式交易升级至欧洲盛行的陈列式交易。期间日本经济受益明治维新持续发展，

并受日本城市化的推进和有轨电车网络的建设，百货业态开始持在日本快速发展。

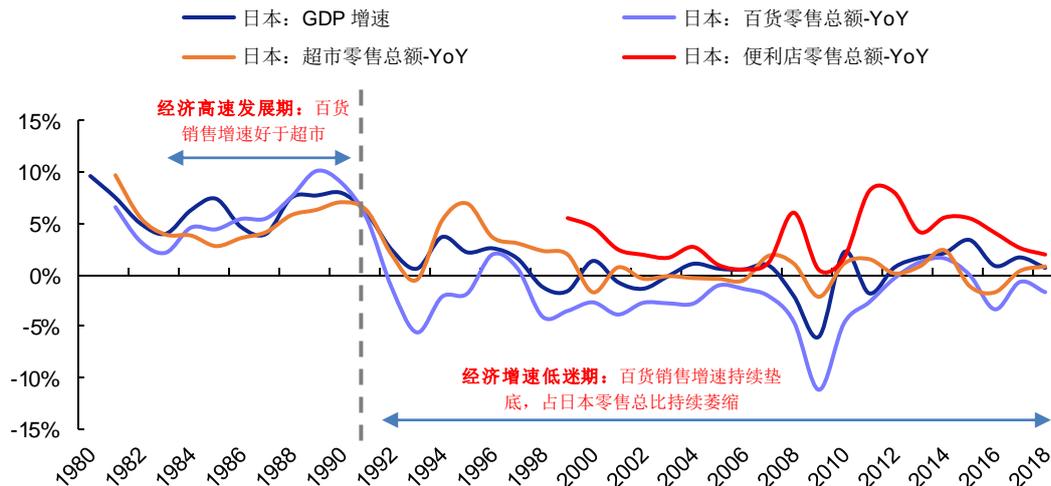
2) 1930-1960 年：百货行业持续发展但受到政策制约。日本在 1929 年受到全球金融危机影响，出现了大规模失业，传统中小型零售商开始将矛头指向大型百货并持续抗议，最终让政府在 1937 年推出了第一版《百货店法》对百货行业的门店数量加以限制。至 20 世纪 50 年代初，日本经济开始振兴，百货店随着经济的振兴而进入快速发展，与中小零售商的矛盾再度激化，反百货店的运动再次掀起，日本政府期间推出第二版《百货店法》，出发点是避免百货与中小型零售商的过度竞争，保护和扶植中小零售企业，而进一步规定了百货的可经营范围和可营业时间，并规定百货门店在新设、增设之际，要接受通产大臣的许可，以防止百货店在零售业形成垄断。

3) 1960-1990 年：超市、购物中心兴起挤占份额，发展速度放缓。至 20 世纪 60 年代，超市、购物中心等新兴业态从美国开始传入日本，由于新业态不受《百货店法》的约束得到急速发展。针对这种情况，百货经营者开始动用自身政治影响力，请求将超市发展也包括在《百货店法》的限制之内。对此至 1974 年，日本政府废除了第二版《百货店法》，正式实施《大店法》，并在 1979 年再度强化，对超市、购物中心业态等加以限制，保护中小零售企业免受竞争的冲击，保证大型零售店和中小零售店共同存在，共同发展。

4) 1990 年至今：《大店法》被逐步放宽直至废除，但经济发展持续低迷使得百货发展不增反而萎缩。日本对百货和超市加以限制的《大店法》至 20 世纪 80 年代中后期，日本与美国的贸易摩擦日益加剧。美国联合欧洲各国开始向日本施压，要求其开放市场，并指责日本包括《大店法》等在内的限制构成了美国对日本的出口障碍。国际压力使得日本在 1989 年 6 月通产省发表了《90 年代流通展望》，指出《大店法》虽为确保中小零售业者的事业机会，但实则是对消费者的选择余地受到了限制。此后，大店法的限制开始走向缓和，并直至 2000 年彻底废除了《大店法》。但由于日本经济泡沫在 1989 年后开始破裂，消费者对可选消费的购买能力持续低迷，转向性价比更高的超市、大卖场、优衣库等高性价比的品牌服装店。日本百货门店数增多至 1999 年的 311 家后，数量开始持续减少，至目前仅约 226 家。百货全行业零售额则在 1991 年达到峰值的 12.09 万亿日元后持续萎缩，至 2017 年仅 6.55 亿日元。在此期间，日本百货行业内并购持续，推动行业集中度持续提升，龙头如永旺、高岛屋等纷纷开始布局海外。

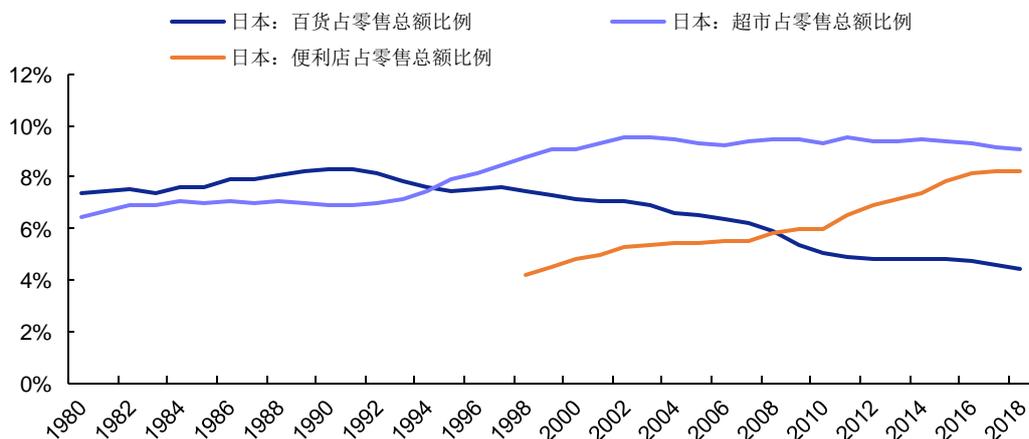
总结：整体而言，日本百货在 1930-1990 年间持续受到政策在门店数量、经营范畴、营业时间等多重限制，期间 60 多年的发展仍未形成美国这样高度密集和成熟的零售网络。反而使得业态更灵活，限制更少的购物中心模式在日本快速发展（截至 2018 年，日本百货门店数仅 226 家，而购物中心数量达 3220 家）。而国内目前百货行业受政策限制少，且仍处在经济持续增长和城镇化率提升阶段，因此与美国 20 世纪 70 年代更为相似，与日本百货持续受政策限制的背景可比性相对较低。

图 54：日本泡沫经济破裂后，经济陷入 20 多年低迷期，百货行业销售总额持续萎缩



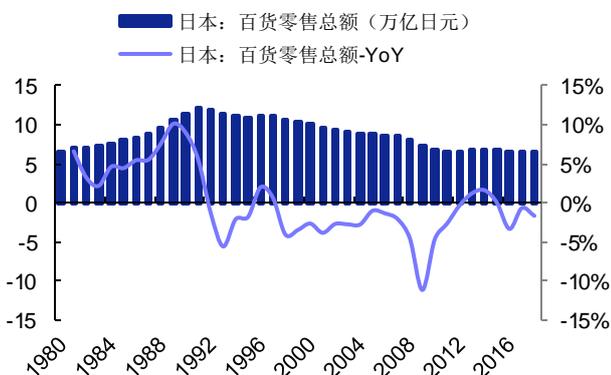
资料来源：日本财务省，日本内阁府，安信证券研究中心

图 55：日本 1989 年后由品质消费快速转换至理性消费，超市等高性价比业态占比持续提升



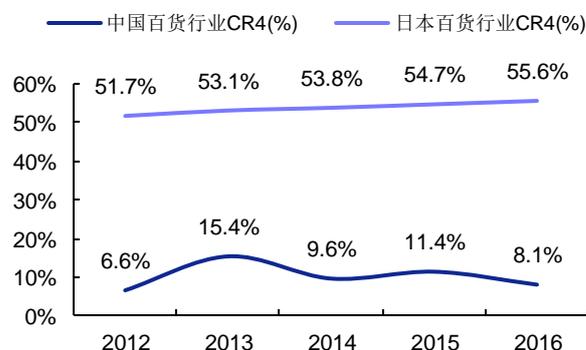
资料来源：日本财务省，安信证券研究中心

图 56：日本泡沫经济破裂后，百货销售额基本负增长



资料来源：日本财务省，安信证券研究中心

图 57：日本百货下行期持续整合，CR4 占比持续提升



资料来源：日本财务省，前瞻数据库，安信证券研究中心

2.2.2. 标的层面：高岛屋强化百货多业态协同，龙头永旺转型金融和地产租赁

➤ 高岛屋 (Takashimaya)：强化百货业务协同及变革，地产和金融逐步占据利润核心

高岛屋定位高档百货，行业萎缩期下百货业务国内积极调整+海外扩张，并持续发展房地产和金融业务扩大外延。日本高岛屋百货商场作为日本最高档的百货商店之一，高岛屋 (Takashimaya) 于当地坐拥 20 家门店，集锦了全球各大设计师品牌的最新系列产品，还有经营各类奢华珠宝、精美女装、优质男装、家居用品及美妆产品的专门区域。自日本 1989 年泡沫经济破裂后，高岛屋开始拓展海外市场，相继在新加坡 (1993 年)、中国台湾 (1994 年)、中国上海 (2012 年)、越南 (2016 年) 开设海外百货分店，为公司百货业务增长增添动力。受日本百货不景气影响，高岛屋在百货主业的内生业务上发力会员制、特色专门店、海外游客和数字化改革，抵御持续萎缩的百货行业下行期。外延上则推出“城市发展战略 (Machi-Zukuri)”，

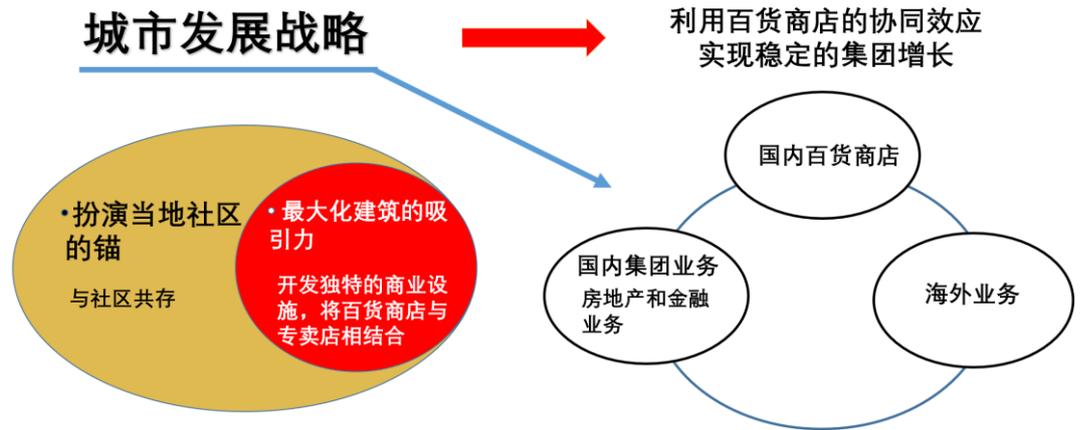
表 3：高岛屋成立于 1831 年，泡沫经济破裂后积极扩张新加坡、中国大陆、越南等海外市场

时间	事件
1831 年	创始人饭田新七在京都鸟丸松原创立高岛屋，主要销售二手服装及棉料织品。
1876 年	与美国的史密斯贝公司合作，开启了与海外市场的大规模交易
1898 年	大阪店开业，位于心斋桥筋
1899 年	开设法国里昂办事处，至 20 世纪 90 年代初，已在天津、伦敦、悉尼、纽约等城市设立办事处。
1900 年	东京店开业，位于京桥区西紺屋町。
1933 年	日本桥高岛屋开业，位于日本桥大道。一楼大厅的立柱使用意大利进口的大理石、3 盏豪华水晶大吊灯悬挂于天花板，当时和三井本馆并称为两大豪华建筑物。2009 年被日本政府指定为国家重要文化遗产，也是日本首家被命名为国家重要文化遗产的百货公司建筑物。
1958 年	纽约高岛屋开业，位于纽约第五大道。(2010 年 6 月歇业)
1959 年	横滨店开业。同年，作为日本首个与外国设计师签约的百货公司，横滨高岛屋与法国设计师皮尔卡丹签订了许可合同。
1969 年	高岛屋集团旗下的东神开发株式会社，打造出日本首家“正宗美式购物中心”玉川高岛屋 SC。与此同时，玉川店开业。
1973 年	柏店开业。同年，巴黎高岛屋在高级百货公司巴黎春天内开业 (2011 年 8 月歇业)。
1993 年	高岛屋新加坡购物中心盛大开业。
1994 年	大叶高岛屋开业，位于台北市郊外的天母地区。
1996 年	新宿店开业。
2012 年	上海高岛屋开业。
2016 年	越南高岛屋开业。

资料来源：公开资料，安信证券研究中心整理

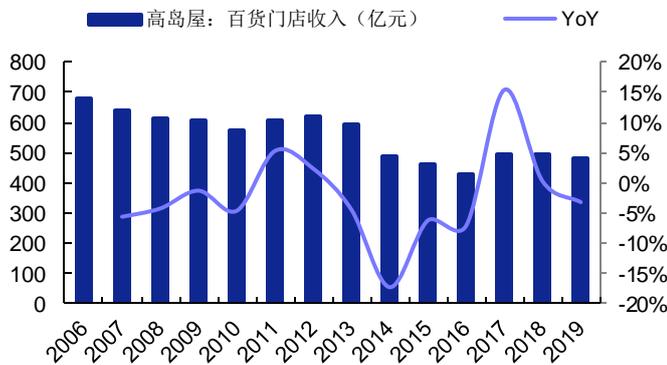
公司近年来主力打造城市发展战略 (Machi-Zukuri) 战略，对百货内生业务上进一步强调与专卖店、相关地产和金融等业务的协同效应、丰富产品阵容和产品独特性，为客户增加可用的购物渠道和提供购物的便捷性，并用媒体曝光+促销策略吸引“新家庭”消费粘性。资本开支上，公司过去一直利用百货业务创造的现金流，投资到具有协同效应的房地产和信用卡等业务，非百货业务 (房地产+信用卡+批发零售业务) 贡献的毛利润占比从 2006 年的 28.5% 提升至 2019 年的 66.5%，百货业务毛利润占比从 71.5% 下滑至 33.5%。

图 58: 日本百货不景气下, 高岛屋推出“城市发展战略”, 用百货现金流发展地产和信用卡业务



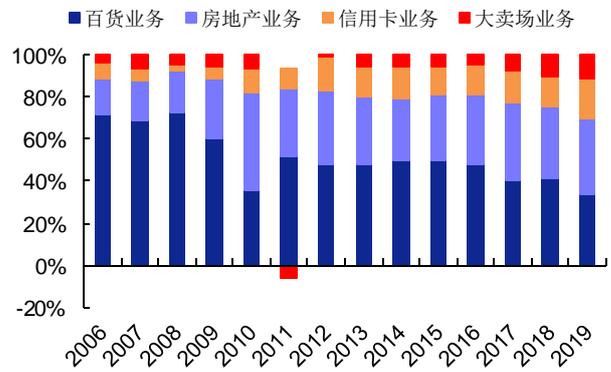
资料来源: 高岛屋 IR 材料, 安信证券研究中心整理

图 59: 受日本百货不景气影响, 高岛屋百货收入持续下滑



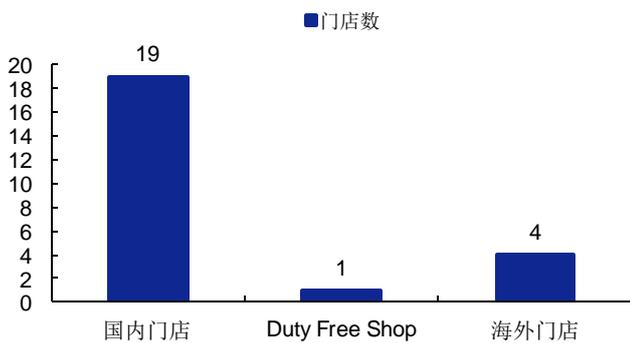
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心 *公司 2019 年为 18 财年数据

图 60: “城市发展战略”下, 地产和信用卡毛利占比提升



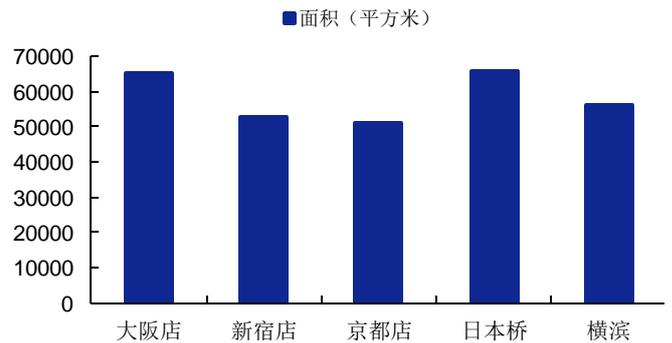
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心 *公司 2019 年为 18 财年数据

图 61: 高岛屋百货门店: 19 家日本境内, 4 家海外



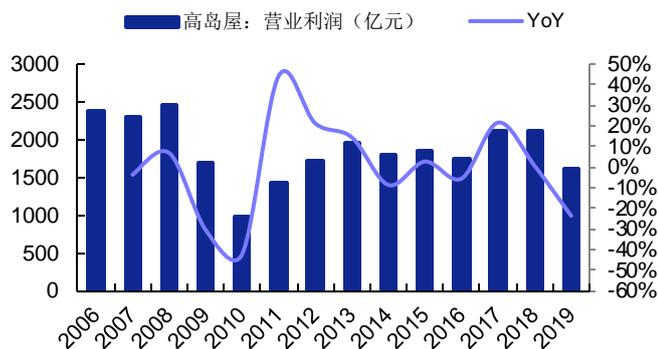
资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 62: 高岛屋百货定位高档消费, 面积在 5~7 万平米大店



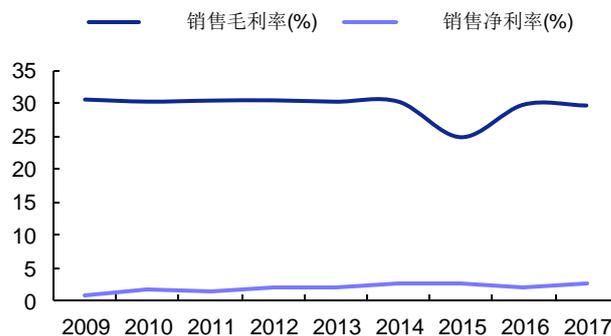
资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 63：核心受百货门店利润下滑，整体盈利利润低迷



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心 *公司 2019 年为 18 财年数据

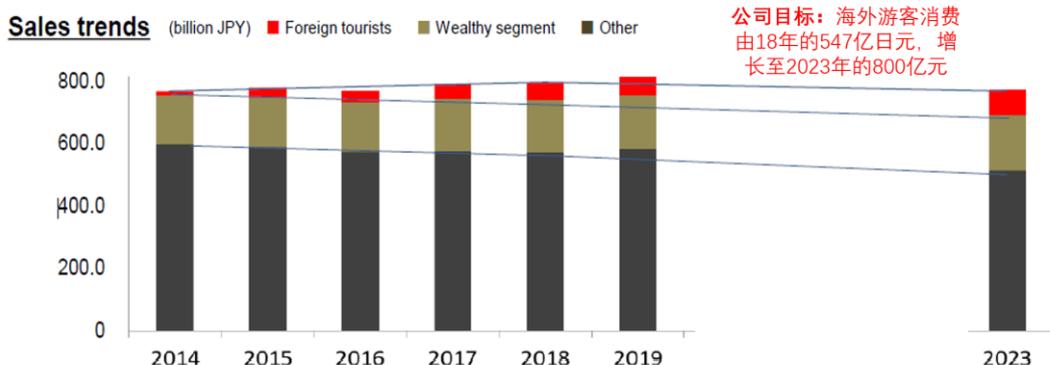
图 64：地产和信用卡利润占比提升，推动整体净利润上行



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心 *公司 2019 年为 18 财年数据

百货主业上，公司计划未来通过 5 个层面来提升利润贡献：**服务访日游客+特色店引流+数字化推进+会员模式绑定+成本开支缩减**。1) **服务访日游客**：高岛屋百货为日本最高档的百货之一，门店均位于日本大都市的核心位置，日式的店员周到服务+支持支付宝、银联等非现金计算+简洁化的免税流程，成为来日本旅游的海外游客消费热门选项。公司计划依托 2020 年东京奥运会和 2025 年大阪世博会为契机，进一步吸引访日游客消费市场，未来海外游客贡献的百货销售额目前从 2018 年的 547 亿日元增长至 800 亿日元，用以弥补疲软的日本国内可选消费购买力。

图 65：高岛屋计划以 2020 年东京奥运会和 2025 年大阪世博会为契机，积极吸引访日游客市场



资料来源：高岛屋 2018 年 IR 材料，安信证券研究中心

2) **特色店引流**：高岛屋在业态上是还经营专门店和百货店两种模式。专门店作为公司与各品牌合作，打造专门类型的货品门店，例如：皮卡丘专门店，专门生产相关周边及产品，并布局在百货旗舰店的周边，为门店吸引流量并形成协同效应。

图 66: 高岛屋百货多为市区核心位置 5~7 万平米的旗舰店



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

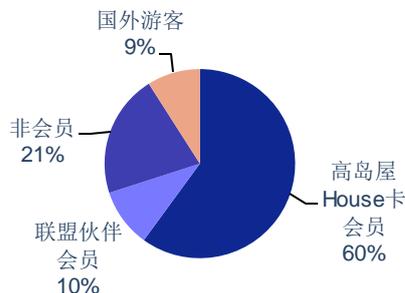
图 67: 公司在百货店周边布局专门特色店用来吸引客流



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

3&4) 百货数字化推进+会员制度绑定: 截止 2018 年, 高岛屋 70% 的销售额是 House 卡会员和联盟卡会员贡献, 会员制已成为公司维系销售额的核心。此外, 高岛屋在积极发展百货数字化转型, 通过综合信息管理实现物联网, 并抓住消费者需求, 创造新的购物渠道提高客户满意度。O2O 方面, 公司线上百货销售额占比已从 2014 年 11.6% (约 100 亿日元) 提升至 2018 年的 22.9% (约 185 亿日元), 未来计划 2023 年继续提升至 37% (约 300 亿日元)。

图 68: 百货会员消费 18 年占高岛屋百货总零售额 70%



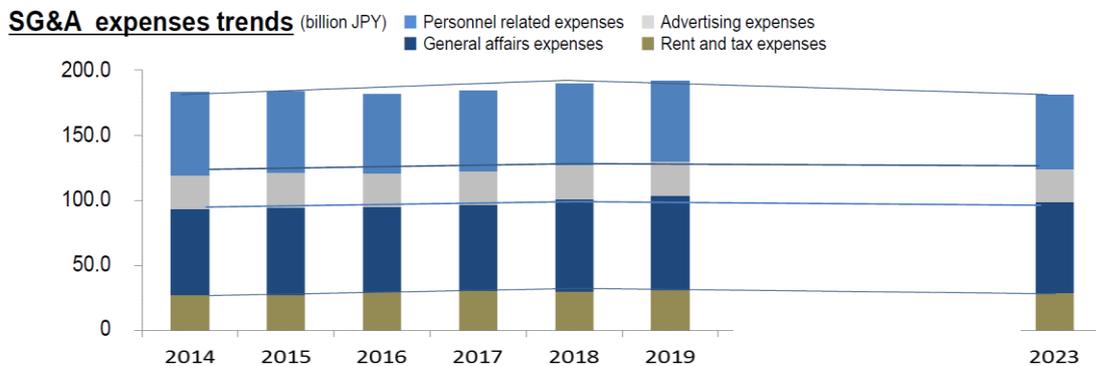
资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 69: 高岛屋计划百货线上零售额继续增长至 300 亿日元



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 70: 高岛屋未来计划继续控制人工和日常开支成本



资料来源: 高岛屋 2018 年 IR 材料, 安信证券研究中心

➤ **永旺：百货龙头已转型跨行业集团，百货业务基本不再贡献利润**

日本永旺株式会社是由国内外**142家企业组成的大型跨国零售集团**。1969年公司合资组建，2001年正式确定为永旺有限公司，成为日本著名零售集团公司，为日本及亚洲最大的百货零售企业之一。经过多次兼并收购和零售多业态扩张，公司已从1995年单一的百货和大卖场业务（General Merchandise Store, **GMS**），发展至2017年末在全球拥有**21742家零售门店**及覆盖金融和地产业务的大型综合零售商。其中，公司的百货及大卖场（**GMS**）**584家**，药店数**4376家**，超市**2185家**，便利店**5436家**，在全球范围内均有分布。

表 4：永旺经过 50 年发展，已从百货业务扩展至拥有 21742 门店的综合大型零售商

时间	永旺历史沿革
1969年	成立 JUSCO 有限公司，由 Okadaya 有限公司、Futagi 有限公司和 Shiro 有限公司合资组建。
1976年	上升到东京、大阪和名古屋证券交易所的第一部
1981年	建立日本信贷服务有限公司（现为永旺金融服务有限公司），开展金融服务业务。
1985年	在马来西亚开立第一家海外商店
1989年	从 JUSCO Group 改名为 Aeon Group
1991年	开始 Aeon Hometown Forests 计划
2001年	从 JUSCO 有限公司改名为永旺有限公司
2003年	永旺有限公司拥有委员会（现拥有提名委员会等）
2007年	引入电子货币 WAON 卡
2008年	永旺有限公司成为纯粹的控股公司
2011年	建立永旺可持续发展方针

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

截至2018年，永旺的百货及大卖场业务收入达**1725亿元**（占集团总收入**33%**），在日本全国零售领域排名首位，但营业利润仅**7.0亿元**，营业利润率**0.4%**，且在2015年以来至今已多年在盈利利润的盈亏平衡边缘徘徊，基本维持在**-0.1%~0.4%**水平，2018年百货业务进展集团营业利润的**6%**。永旺的利润核心则以由金融（信用卡、银行保险、WAON 电子卡）、地产租赁（自有物业租赁给购物中心）和保健业务（药妆店）为主，合计占营业利润的**71%**。

表 5：收购兼并下，永旺门店已从 1995 年单一百货业态扩张至多业态构成

永旺门店类型	同类型门店数
GMS (百货及大卖场)	584
HC (Home center) 家庭中心	122
SM (supermarket) 超市	2185
Drug Store 药店	4376
Neighborhood shopping center 社区购物中心	162
CVS convenience store 便利店	5436
Other retail store 小型便利店	938
Financial service 金融服务中心	690
Discount store 折扣店	638
Special store 特殊门店	4324
Shopping center 购物中心	311
Service business 服务中心	2045

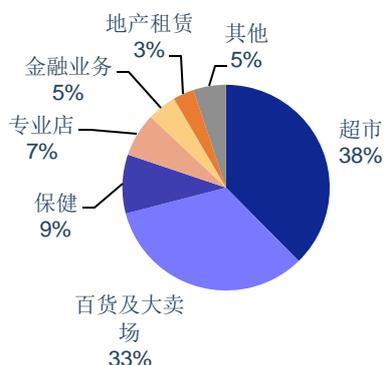
资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心整理

图 71：截止 2019 年 2 月，永旺拥有 583 家百货及综超、315 家购物中心、2166 家超市、4220 万名持卡会员



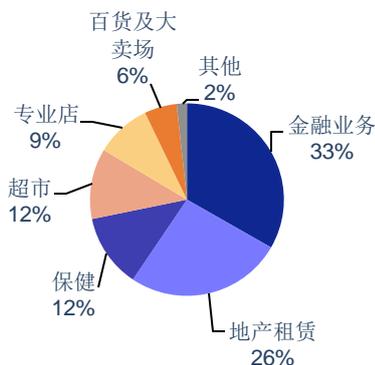
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 72：超市和百货业务占永旺收入 71%，但利润微薄



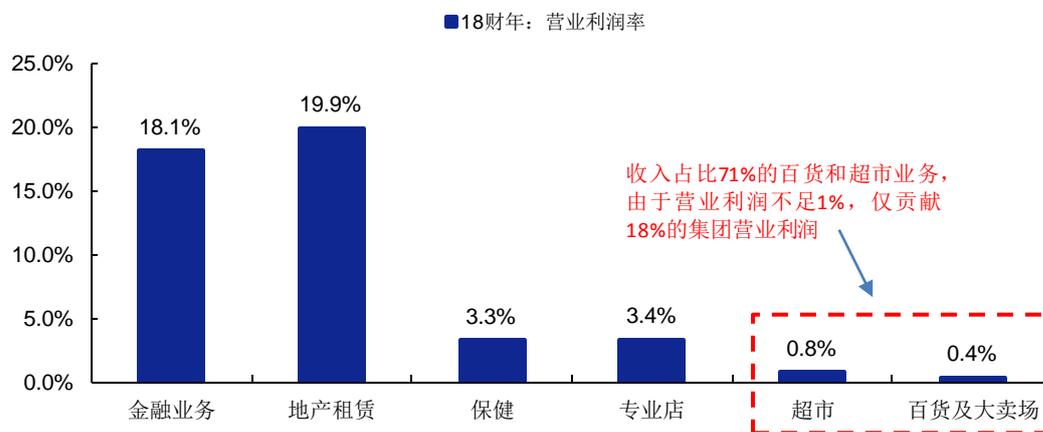
资料来源：永旺 19 财年年报，安信证券研究中心

图 73：金融、地产租赁、保健业务占营业利润高达 71%



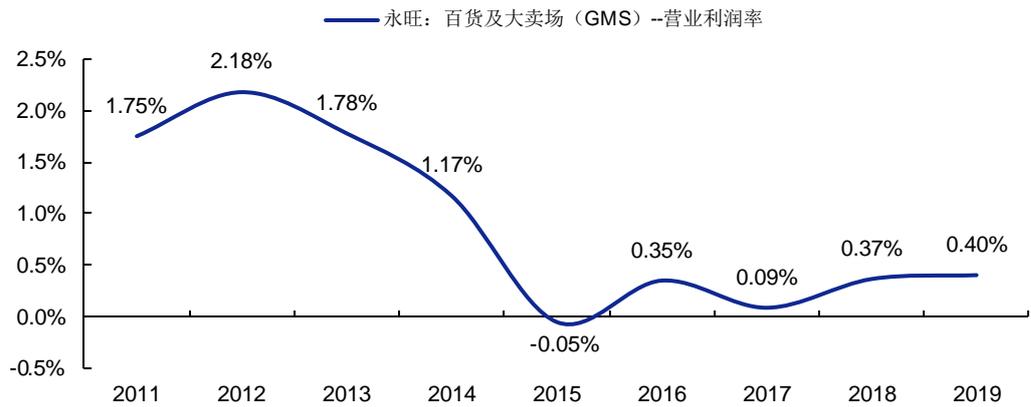
资料来源：永旺 19 财年年报，安信证券研究中心

图 74：永旺百货和超市营业利润率不足 1%，信用卡、电子钱包、地产租赁已成集团利润核心



资料来源：永旺年报，安信证券研究中心

图 75: 永旺的百货业务 2015 年至今营业利润率基本处于盈亏平衡临界点



资料来源：永旺年报，安信证券研究中心

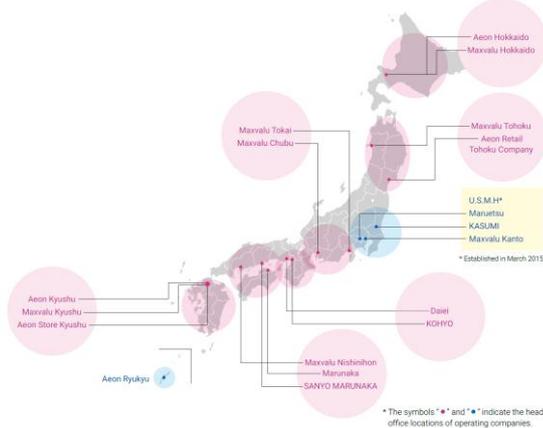
表 6: 18 年永旺各业务的营业收入和营业利润占比

业务类型	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	营业利润占比
金融业务	237	42.9	33.9%
地产租赁	169	33.6	26.6%
保健	480	15.9	12.6%
超市	1,949	15.2	12.0%
专业店	354	12.0	9.4%
百货及大卖场	1,725	7.0	5.5%
总计	4914.57	126.54	100%

资料来源：永旺年报，安信证券研究中心整理

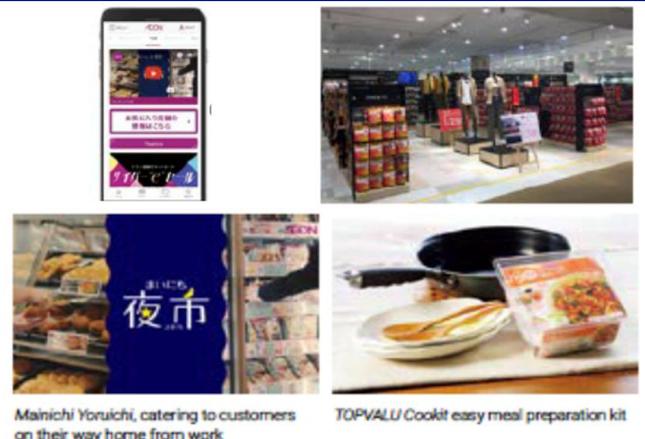
对于百货业务，公司未来计划从数字化+智能化改革、优化购物体验、发展自有品牌三个方面提振利润。1) 数字化+智能化改革：公司计划通过科技和 AI 技术，优化供需链，减少人工使用，同时提高各区域的物品更迭速率，并打造全区域配送网络服务消费需求，降低重复消耗。

图 76: 永旺计划在日本全国打造全区域配送网络



资料来源：安信证券研究中心

图 77: 永旺提供 APP 购物、私密购物、夜市及美食广场等



资料来源：安信证券研究中心

2) 优化购物体验。永旺目前拥有亲子门店类型，Iwaki Onahama 鱼生门店类型、Suwa 小卡车公园门店类型等。同时为了提升客户体验，公司推出 Food Center，和 iC 等单独售卖内裤及隐私物品的小型业务门店区，方便消费者购物。打造“夜市”和线上 App 等科技产品，

实现线上线下协助消费者购物。3) 发展自有品牌：公司密集的零售网络为自有品牌的发展提供的渠道基础。公司目前拥有 TOPVALU 系列的多个自有品牌产品来发展毛利率较高的自有品牌业务，致力于为顾客提供多样化的类型产品。

表 7：永旺拥有多种产品品牌

永旺拥有多种自有品牌	品牌介绍
TOPVALU-product	提供食品类产品
TOPVALU-select	专供高端食材或有机食品
TOPVALU-best price	提供优惠的价格或折扣力度很强的产品
TOPVALU-gurinai	提供营养类产品

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

3. 展望未来：国企改革为亮点、数字化提效及购物中心下沉为趋势

3.1. 趋势一：混改持续推进，国企百货标的效率有望迎来提升

百货行业大多数标的为国企，目前的改革手段包括：引入战投、股权激励以及资产注入，在后续混改的推进下或将提升集中度和企业效率，有望成为市场最受益混改的板块之一。

1) 政策端：国企改革政策陆续落地，为百货混改提供背书：国内百货由于计划经济时代下国企百货公司先入为主的卡位优势，使得国内百货行业的标的均已国企为主。近年来，国企改革的策略包括了：2015年9月，被誉为国企改革顶层设计的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》出台，一场关系中央与地方15万家国有企业、100多亿元资产、3000多万职工的深化改革拉开序幕，目标是到2020年国有企业公司制改革基本完成。2016年11月，国务院办公厅印发《关于推动实体零售创新转型的意见》，鼓励线上线下优势企业通过战略合作、交叉持股、并购重组等多种形式整合市场资源。2018年7月国务院《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》出台，要求坚持社会主义市场经济改革方向，着力创新体制机制，深化国有企业改革。2019年4月国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，提出国有资本要提升资本运作能力，在所出资企业积极发展混合所有制，鼓励有条件的企业上市，引进战略投资者，提高资本流动性，放大国有资本功能。

表 8：国内百货标的基本以国企为主

公司	实际控制人	第一大股东持股	经营区域
王府井	北京市国资	26.70%	全国布局
天虹股份	国务院国资委	44.20%	深圳、江西等8省
重庆百货	重庆国资委	45.05%	四川、重庆、贵州、湖北
鄂武商 A	武汉市国资	27.10%	武汉为主
欧亚集团	长春国资	24.50%	吉林辽宁等地
大商股份	生钢	24.03%	全国布局
大东方	江苏无锡商业大厦	43.26%	无锡
合肥百货	合肥国资委	38.00%	安徽
徐家汇	上海徐汇区 B 资	30.40%	上海
广百股份	广州市国资	53.20%	以广州为主
百联股份	上海国资委	45.62%	全国布局
友阿股份	胡子敬	30.50%	湖南长沙为主
中央商场	祝义财	41.51%	连云港、济宁、徐州
翠微股份	北京海淀区 B 资	62.50%	北京及周边地区
文峰股份	徐长江	36.80%	南通、上海等地
通程控股	长沙国资委	44.33%	湖南长沙为主
中兴商业	沈阳国资委	33.86%	沈阳
武汉中商	武汉国资委	41.25%	武汉为主
北京城乡	北京市国资	33.50%	北京
新华百货	张文中	30.97%	宁夏
银座股份	山东国资委	24.49%	山东
南京新百	袁亚非	27.32%	苏皖

资料来源：wind，安信证券研究中心整理

2) 企业端：混改有望提升百货标的自身效率+提高集中度+激发活力，利好中长期发展。百货为充分竞争行业，对比国外，国内目前较低的市场集中度也妨碍了百货供应链及效率的提升，未来随着国企改革对行业内并购重组的推进，有望推动百货效率提升。目前行业内改革手段包括：引入战投、股权激励、资产注入以及战略重组等，代表性企业包括了天虹股份、王府井、重庆百货、鄂武商 A 等。战略重组王府井为例，公司在 2018 年由国资委无偿划转

给首旅集团，实现战略重组，有望在后续与首旅旗下的其他百货资源形成协同合作，提高运营效率。股权激励天虹股份为例，公司在 2017-19 年连续 2 次实施员工持股计划，实现核心骨干与公司利益绑定，为企业中长期发展注入活力。

表 9: A 股百货标的近年来持续实施员工持股，绑定核心骨干与公司利益

公司	公告日	标的	激励方式	总数 (万股/ 万份)	占比 (%)	有效 期	价格	行权特别条件
天虹股份	2019	股票	员工持股计划	857.97	0.71	5 年	10.85 元	本增持计划的存续期为 60 个月。锁定期为 12 个月，但截至 2018 年 12 月 31 日入职不满 2 年的持有人持有的份额锁定期为 24 个月。锁定期满后资产管理计划将根据增持计划管理委员会的指令进行卖出股票操作。锁定期满后，持有人每年可减持不超过其持有本次增持计划总份额 50% 的股票。
	2017	股票	员工持股计划	816.83	1.02	5 年	14.5 元	本增持计划的存续期为 60 个月。锁定期为 12 个月，但截至 2017 年 12 月 31 日入职不满 2 年的持有人持有的份额锁定期为 24 个月。锁定期满后资产管理计划将根据增持计划管理委员会的指令进行卖出股票操作。锁定期满后，持有人每年可减持不超过其持有本次增持计划总份额 50% 的股票。
南京新百	2016	股票	员工持股计划	≤ 632.47	0.76	2 年	28.46 元	本员工持股计划的存续期不超过 24 个月，锁定期为 12 个月，应当在股东大会审议通过员工持股计划后 6 个月内，根据员工持股计划的安排，完成股票的购买。公司定期报告公告前 30 日内，公司业绩预告、业绩快报公告前 10 日内等期间不得买卖公司股票。
银座股份	2016	股票	员工持股计划	≤ 4651	≤10	4 年	7.7 元	本员工持股计划存续期限为 48 个月，前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。解锁期内，本次员工持股计划资产均为货币资金时，员工持股计划可提前终止。公司定期报告公告前 30 日内，公司业绩预告、业绩快报公告前 10 日内等期间不得买卖公司股票。
鄂武商 A	2015	股票	定向发行股票	2,177.70	4.29	5 年	经 14 年底分红调整价格为 6.4 元/股。	2015 年度，扣非归母净利增速低于 18%，扣非 ROE 不低于 18%。2016 年度，扣非归母净利与扣非 ROE 增长，且都不低于同行业可比公司 50 分位值；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。2017 年度，扣非归母净利与扣非 ROE 增长，且都不低于同行业可比公司 50 分位值；主营业务收入占营业总收入 90% 以上。
友阿股份	2011	期权	定向发行股票	1,440.00	4.12	4 年	21.92 元/股	1) 第一个行权期:可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 120%; 可行权日上一年度的公司经审计加权 ROE 不低于 10%。2) 第二个行权期:可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 144%; 可行权日上一年度的公司经审计加权 ROE 不低于 11%。3) 第三个行权期:可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 172.8%; 可行权日上一年度的公司经审计加权 ROE 不低于 12%。
欧亚集团	2011	股票	提取激励基金买入流通 A 股			4 年		

资料来源:公司公告,安信证券研究中心整理

表 10: 引入战投, 战略重组等帮助百货企业提高运营效率

标的	国企改革形式	具体操作
天虹股份	引入战略投资	2010 年 5 月 IPO 前,由香港的黄俊康先生及其夫人廖彩莲控股的五龙贸易有限公司持有本公司 155,043,000 股,占本公司发行前总股本 44.298%。IPO 时,时任高管中副董事长黄俊康先生、董事李世佳先生、独立董事苗健均为香港永久性居民。
重庆百货	引入战略投资	2018 年 4 月 9 日,公司收到商社集团的通知:拟以公开征集方式引进两名战略投资者、实施混合所有制改革,并获得重庆市人民政府原则同意,混改完成后重庆市国资委持股 45%,两名战略投资者分别持股 45%与 10%。2018 年 10 月 19 日,公司公告,公司控股股东商社集团股权结构发生重大变化,由重庆市国资委履行出资人职责的国有独资公司转变为重庆市国资委和战略投资者共同持股的有限责任公司。
王府井	资产重组	2018 年 1 月 30 日,公司收到控股股东王府井东安通知,经北京市委,市政府批准,北京市国资委决定对首旅集团与王府井东安实施合并重组,将国管中心持有的王府井东安的 100%股权无偿划转给首旅集团。战略重组后,公司在有望和首旅集团加强各业态业务互动,提高资源配置效率,形成发展合力。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

3.2. 趋势二：数字化转型推动门店增收+提效，龙头优势有望扩大

线上用户渗透红利已过，互联网巨头转向布局线下。2015年起线上阿里与京东等平台的新增用户成本开始明显提升并超过了其对应的边际毛利贡献，对应着网络购物的用户增量红利逐步进入了尾声，以阿里和腾讯为两者阵营的互联网企业开始转向对线下零售渠道的战略投资和合作，包括阿里入股银泰和苏宁、成立盒马生鲜，腾讯入股京东、永辉、步步高，以及与天虹股份签订战略合作。线下的百货企业则同样经历了4年的线上冲击后，开始确立线上线下融合的发展方向，期间为代表的包括天虹成立电商事业部，发力到家业务和虹领巾App，百联与阿里签订战略合作共同探讨大数据及互联网应用等。

图 78：百货和电商的行业关系已由冲击转向融合，O2O 已经成为零售行业发展大趋势

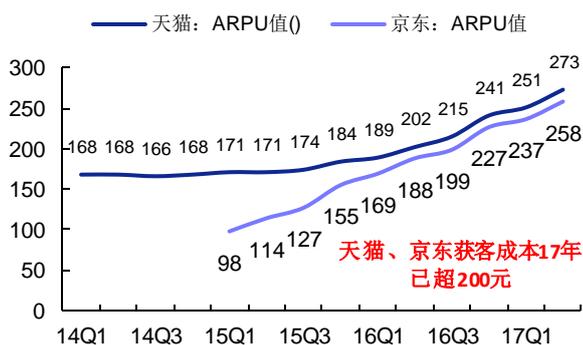
2011~2015年：电商以及“新零售”业态的出现，开始大幅冲击传统的实体零售产业，现代消费者的购买行为也急剧发生转变，线上购物快速渗透



2016~至今：百货企业持续推出自有线上购物平台及数字化赋能，开始与国内领先的互联网公司（阿里、腾讯）进行战略合作，打造线上线下一体化融合

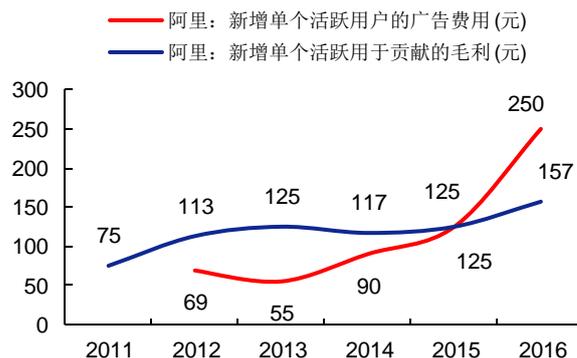
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 79：天猫和京东 17 年获客成本超 200 元，已接近 ARPU



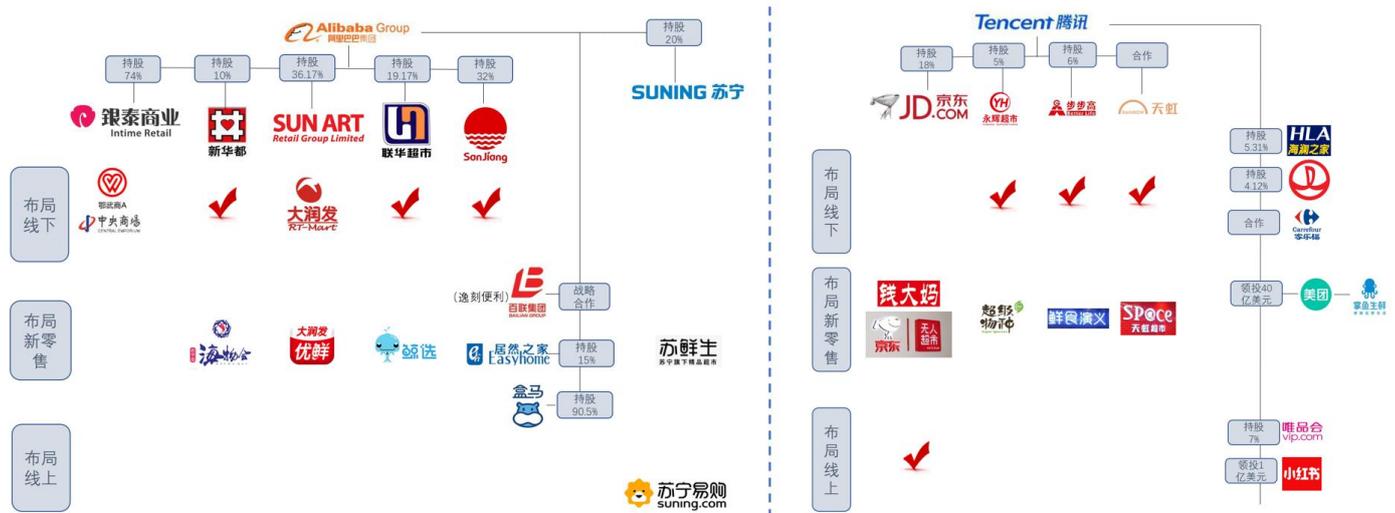
资料来源：易观咨询，安信证券研究中心

图 80：阿里系 16 年新增活跃用户成本已高于对应的毛利



资料来源：亿欧智库，安信证券研究中心

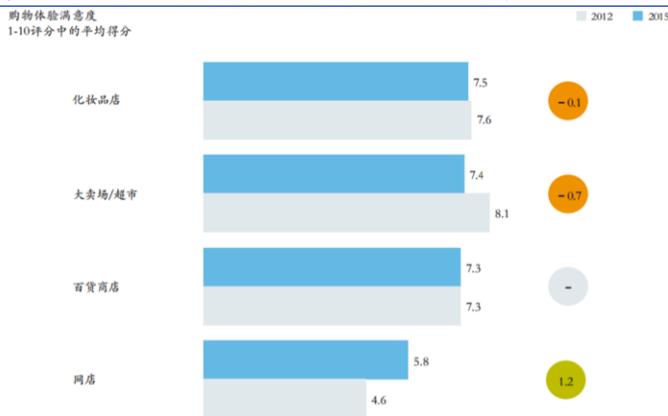
图 81：线上红利殆尽，阿里、腾讯均纷纷布局线下实体，百货龙头同样开始加速展店



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心整理

全渠道购物成为主流购物方式，线上渠道带来线下引流。线上线下相融合的全渠道购物已成为主流消费方式。根据麦肯锡研究，93%的受访者在购买消费产品时会先在线上研究再到实体店体验。调查结果表明，对消费电子产品而言，如果消费者在线研究之后，又到实体店体验，那么购买该品牌的几率高达 80%，且其中 41%的人会选择就在实体店购买。只要消费者有兴趣查找信息、对比价格并与其他人讨论，线下百货实体店就能通过提高透明度和便捷性受益匪浅。根据中国连锁经营协会，影响千禧一代消费购物的主要因素中，价格因素也不再具有绝对地位，消费者开始逐渐重视品牌、体验等附加值，线下的百货和购物中心业态无法被线上渠道所取代的互动体验与面对面的社交则成为本次消费回归线下的核心优势。

图 82：百货店购物体验满意度相比线上更高



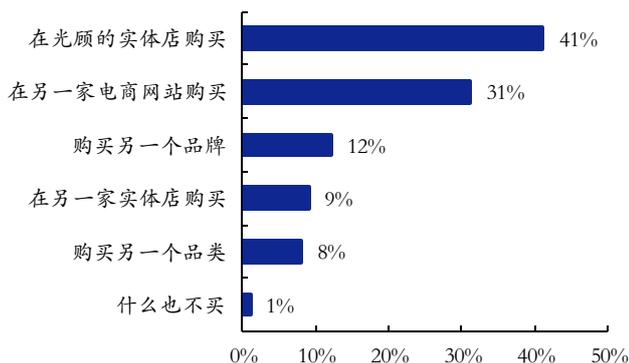
资料来源：麦肯锡 2016 年中国消费者调查报告，安信证券研究中心

图 83：线上线下融合已是各大零售商布局重点



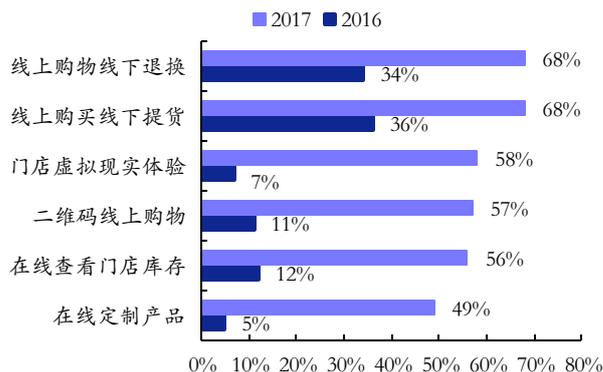
资料来源：尼尔森，安信证券研究中心

图 84：线上渠道带来线下引流



资料来源：麦肯锡中国数字消费者研究，安信证券研究中心

图 85：消费者期望获得全渠道体验类型及比重



资料来源：麦肯锡中国数字消费者研究，安信证券研究中心

图 86：数字化赋能下，优质百货企业有望实现向“人-货-场”的转变，实现以人为本的初心

- 数字技术创造力千变万化，无限逼近消费者内心需求，最终实现“以消费者体验为中心”
- 围绕消费者需求，**重构人货场**



人：用户营销

- 对外—与消费者建立稳定的联系，持续性提供关怀服务，赋予一定的情感交流
- 对内—销售人员提供线上线下一体化的销售模式



货：商品运营

- 消费者对于个性化的消费需求日益升级，提供趋于**个性化的商品**
- 依靠大数据支撑，引领并且**主动创造**消费者需求，解决“没东西可买”困局



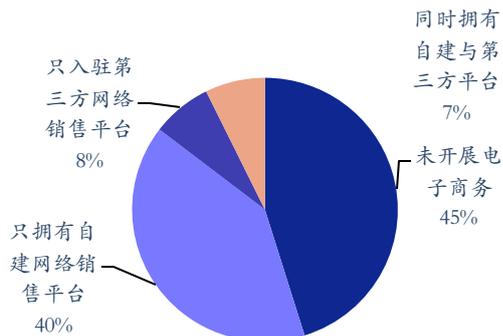
场：场景重构

- 无处不在的消费场景，**线上线下**随时随地，零售即体验服务

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

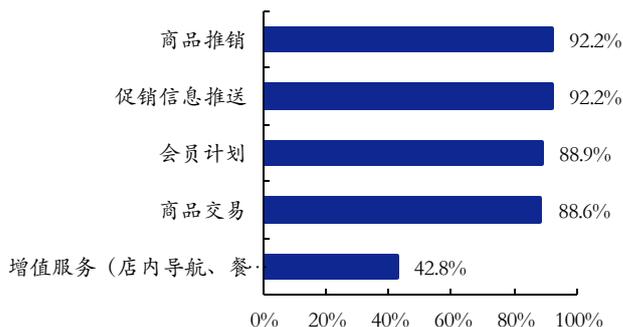
渠道升级：线上线下融合+拓展直销业务。 1) **O2O 数字化模式成为行业主流。** 当前百货零售市场，线上线下(O2O)深度融合是大势所趋。为了全面探索零售业态升级，百货企业纷纷致力建构“实体+线上+移动端”全渠道数字化模式。根据中国百货商业协会的调查发现，有高达 86.3%的受访企业当前已开展 O2O，而 2016 只有 45.3%的受访企业已开展 O2O。其中，54.8%的受访企业已经开展了电子商务业务，比去年增加 8 个百分点。其中 73.3%的企业拥有自建网络销售平台，13.3%的企业同时拥有自建网络销售平台及入驻第三方网络销售平台，只入驻第三方网络销售平台的企业有 13.3%。

图 87：百货公司 O2O 开展情况



资料来源：中国百货商业协会，安信证券研究中心

图 88：移动终端主要用途



资料来源：中国百货商业协会，安信证券研究中心

表 11：2017 年来百货公司 O2O 概览

时间	百货公司	电商伙伴	合作
2018 年 1 月	百盛集团	Secco.com (亚洲最大在线集成高端产品和服务平台)	双方将整合资源，构建全面整合的线上线下销售服务网络，共同探讨“智能零售”的应用。
2018 年 1 月	新华百货	多点网	Dmall 将通过 Dmall 的应用程序向新华百货提供商品和 O2O 服务
2017 年 11 月	新世界百货	万达飞凡	新世界百货的 15 家店将与飞凡合作进行“点击收集”服务。
2017 年 3 月	太平洋百货	返利网	上海太平洋百货的所有店铺都会在 Fanli.com 上提供促销和每日折扣
2017 年 2 月	百联股份	阿里巴巴	两家公司将开发新技术并利用彼此的用户数据整合离线店铺、物流和支付以提高效率。他们还将共同开发 AI, LOT 和大数据等零售应用的新技术。
2017 年 1 月	银泰商业	阿里巴巴	双方将开展大数据分析合作，实施更全面的 O2O 战略，以优化客户体验，改善库存周转率，提高运营和供应链效率

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

3.3. 趋势三：经营模式目前以联营为主，自营占比中长期有望逐步提升

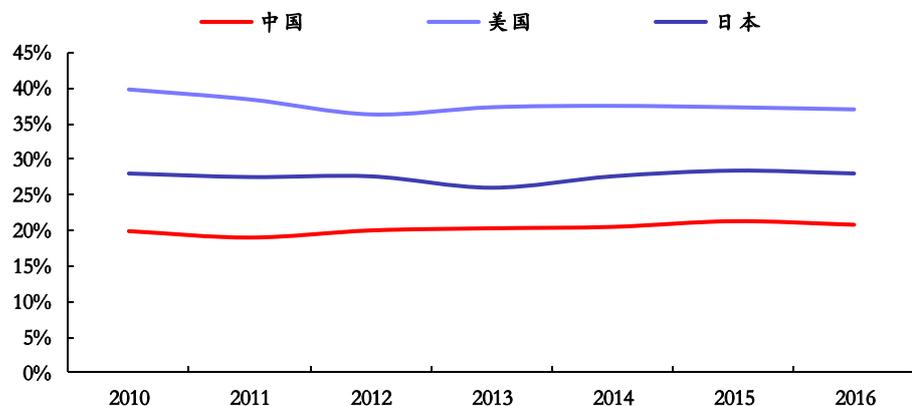
“短平快”发展使得我国百货经营模式成联营模式主导，自营比例不足 10%。“短平快”的联营模式使我国百货在过去二十年里实现了快速的发展布局，也同时为今天的行业困境埋下了伏笔。联营模式一方面使百货公司遭遇了毛利率天花板，毛利率始终维持在 20%左右，较美日有较大差距；另一方面，使其始终未能习得对消费市场的敏锐度，以及对供应链的控制力。如何运用数字化赋能，使得百货公司对客户偏好重新得到抓取能力，以及适当提升更符合消费者喜好的自营门店已经逐步成百货公司目前发展重点。

表 12：百货经营模式比较

代表	欧美百货	日本百货	中国百货
经营模式	自营	委托经营	联营
毛利率	40%-60%	30%-40%	20%-25%
利润来源	进货差价	进货差价	销售扣点
经营控制力	高	中	低
品牌独特性	高	中	低
库存风险	高	中	低

资料来源：RET 睿意德中国商业地产研究中心，安信证券研究中心

图 89：中美日三国百货毛利率对比



资料来源：RET 睿意德中国商业地产研究中心，安信证券研究中心

自有品牌及买手店建设有望逐步推荐，国内百货企业的自营占比有望重新回升。当今消费者渴望更多独特和个性化的产品。因此，一些领先的百货公司积极开发自己的私人标签，涵盖

从化妆品，服饰到家居产品，食品等多个类别。通过推出私人标签，百货公司经营者可以实施控制和监督制造和供应链，从而享有长期的竞争优势并确保更高的利润率。据中国百货商业协会调查，32.1%的百货公司经营者已经制定了自己的私人标签，比去年增加 7.1 个百分点。其中超过 61.5%的人声称他们在过去 12 个月中增加了私人品牌的比例。这些私人标签商品主要涉及服装，化妆品，家居用品和食品。

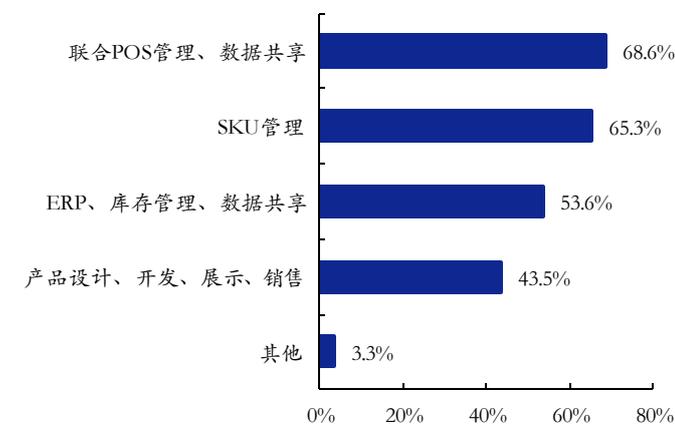
表 13: 近年来百货公司自有品牌建设情况

百货企业	自有品牌	具体内容
天虹股份	Rain 系列买手制百货自营平台 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Kids 等	2017 年 11 月 29 日,在上海举行的首届“中国零售自有品牌评选”颁奖典礼上,天虹自有品牌斩获五项重量级大奖。
王府井	自主知识产权的文化创意品牌“王府井梦工厂”	在北京市百货大楼、双安商场对外营业，并在王府井网上商城上线。
银泰百货	与伊索合作推出女装品牌店“just in time”	银泰提供品牌和资金，伊索提供设计师和卖场经验。品牌定位于年轻时尚的中端消费者人群，单价销售在 200-1000 元之间。从市场推广计划的完成到买手团队的组建，直接走入自营组织模式，首次入店选取了北京和南京等城市。从品牌支出上看，比同类其他品牌节省了相当的费用，现场同时配有专业人员做搭配辅导。
南京新百	收购英国老牌百货 House of Fraser89%股份	中国企业有史以来最大的零售业境外投资。HoF 自有品牌占比 12%，特许经营占比 56%，买断品牌占比 32%，对产品的设计和和质量控制性强，特需经营又会降低整体风险。
百联集团	高端多品牌店“The Balancing”	所有在本店销售的产品均来自海外品牌收购或与当地和国外设计师品牌的深入合作。买方团队倾向于选择一些独特的设计师和生活方式品牌，以提高百联商品组合的独特性和竞争力。目前，它拥有超过 150 个国际时尚和生活品牌，其中包括 Nina Ricci, Victoria Beckham 等
万达百货	第一家万达精品店“万达精选”	成立买家（多品牌）专卖店，在“店中店”和“弹出店”模式下运营。所有产品均由万达的买家团队在海外采购，涵盖时尚，珠宝，鞋类，护肤品，食品等。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

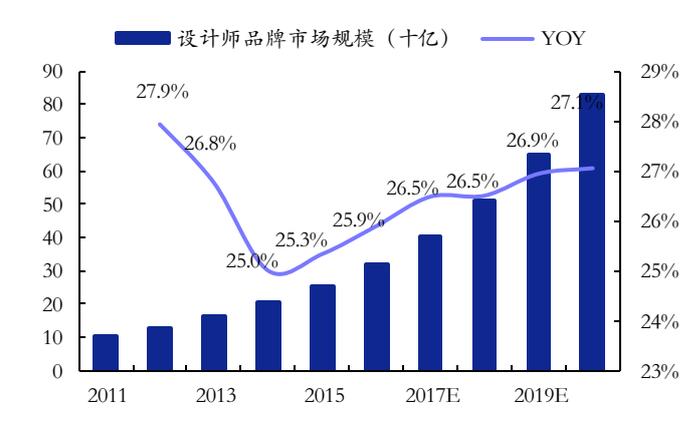
上游供应链管理有望持续打通，规模效应有望逐步显现。百货企业运营模式不止要运营消费者和组织成员，还需要运营上下游产业链中的合作伙伴。利用购物中心的客流、品牌和服务资源来提供各种服务，共同提升整体供应链效率。在互联网和人工智能技术大发展的时代，供应链效率提升的速度将比以往更能决定品牌商的生死。根据调查，72.8%的百货公司运营商声称在过去的 12 个月里与供应商和品牌的合作更加紧密。大多数合作采用联合销售点系统管理和数据共享 (68.6%)，SKU 管理 (65.3%)，企业资源规划 (ERP) 和库存系统管理和数据共享 (53.6%) 的形式，其次是产品设计、开发、展示和销售 (43.5%)

图 90: 数字化赋能下，百货的供应链管理有望更高效



资料来源：中国百货商业协会，安信证券研究中心

图 91: 中国设计师品牌市场规模

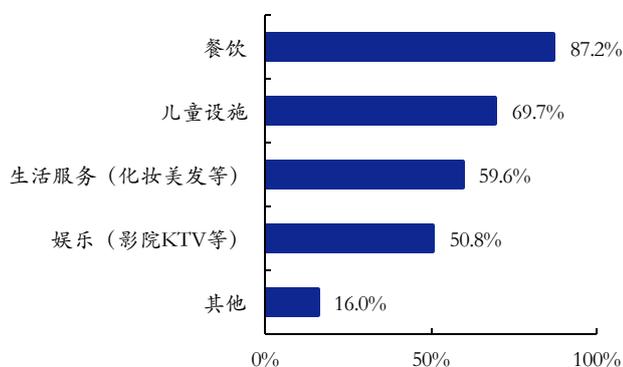


资料来源：RET 睿意德商业地产研究中心，安信证券研究中心

3.4. 趋势四：百货业态持续购物中心化，主题场馆编辑等优化体验

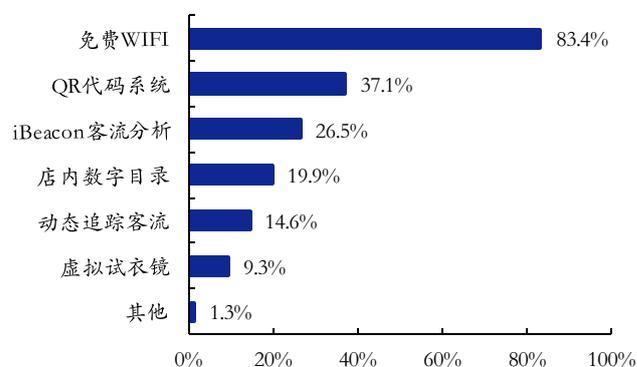
百货业态持续购物中心化，强化线下流量需求。中国消费者的求新意识正在不断发展，他们热衷于追求新颖的服务形式和有趣的活动或娱乐内容。百货运营商须积极获取超级 IP（如高体验业态、特色娱乐资源等等），或借助新兴技术和话题结合场地资源以持续推出吸睛活动。随着消费者趋势的变化，整体百货产业格局也发生着改变，促使价值向“消费者”端转移，传统百货企业正在经历角色转变，即从销售和备货空间转变为“品牌体验入口”。在过去一年中，83.9%的百货公司在实体店增加了体验元素，其中 87.2%增加了餐饮项目，69.7%增加了更多与儿童相关的设施，59.6%增加了生活服务项目（如化妆和理发），50.8%增加了娱乐元素（如电影和 KTV），以及针对新生代消费群体追求与众不同、科技感、健康生活的诉求，适当增加 VR 体验换装店铺、定制化产品、个性健身房等店铺，引入并培植新“物种”（如盒马鲜生等）打造吃喝玩乐一体化中心。

图 92：百货公司新增体验元素



资料来源：中国百货商业协会，安信证券研究中心

图 93：应用新技术提升客户体验情况



资料来源：中国百货商业协会，安信证券研究中心

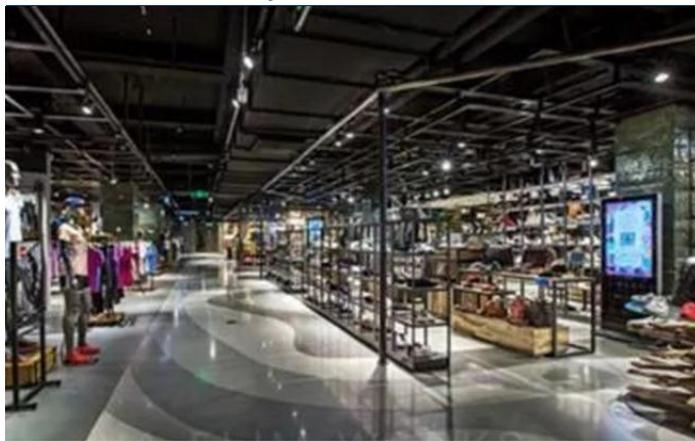
积极与新技术互联和对接，不断普及智慧技术应用（如智能穿衣镜等），突破门店的静态物理限制，将其转变为体验入口。百货公司同样在实体店中应用了新技术，其中 83.4%在商店内设置了免费 WiFi，37.1%设置了 QR 代码系统，19.9%已经启动了店内数字目录，9.3%引入了虚拟试衣镜，旨在通过采用实体店的技术来增强顾客的购物体验并更好地与他们接触。

图 94：王府井设立的创客中心——梦工厂



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 95：天虹 Discovery



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

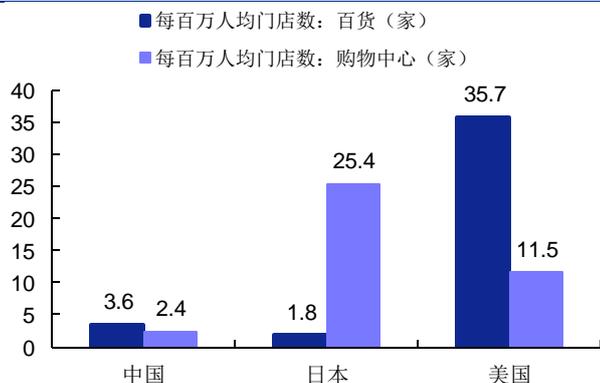
3.5. 趋势五：中产人数持续增多，购物中心下沉三、四线城市潜力大

对比日本和美国，国内的百货和购物中心门店数量仍较低。

1) 对比日本：购物中心兴起百货衰弱，百货密度略低于中国但购物中心密度达国内的 10 倍。百货的门店数曾在 1999 年达到 311 家的峰值，但后续在市郊购物中心数量持续增多（日本购物中心截止 2018 年末达 3220 家，远多于百货门店数）+ 经济持续低迷 + 网络购物兴起 + 部分百货门店因库存消化能力不足转成租赁模式不再被计入百货业态的三方面影响，日本百货门店数截止 2017 年减少至 211 家，对应人均门店数 1.8 家/百万人，密度已低于中国目前 3.6 家/百万人，但购物中心数量持续增多，密度达到 24.7 家/百万人，达到了中国现有水平的 10 倍。

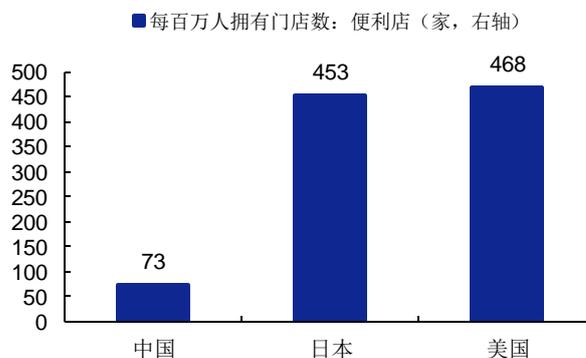
2) 对比美国：国内百货门店数仅美国的十分之一。美国线下零售体系自 20 世纪 60 年代开始高速发展，至美国电商兴起时零售网络已高度发达，开车去百货或购物中心购物已成为美国 X 世代（出生于 1966~1976 年人群）的长期生活习惯。随着近年来美国电商网络的成熟，伴随互联网和计算机发展而成长的 Y 世代（出生于 1983~1995 年的年轻消费者）开始拥抱线上购物，美国百货和购物中心行业近年来也同样面临冲击，使得百货行业进入新一轮变革：①跟不上时代变革的百货龙头 Sears 存货周转慢的弊端在亚马逊冲击下进一步凸显+商品无针对性难对口消费者需求+数据和系统后台发展跟不上时代等多个原因下申请破产清算，而折扣百货龙头为 TJX 通过差异化定位，正价商品 1~6 折的低价购物体验，使得门店数持续扩张至 2777 家。面向家庭的专业百货龙头 Kohl's 门店也依旧维持在 1169 家，梅西百货则通过自有品牌销售和成熟供应链，门店数虽然在电商冲击下减少 100 多家，但仍维持在 825 家左右体量。目前，美国零售市场仍处在与电商激烈对抗阶段，现百货门店数仍旧达到 11786 家，每百万人口对应百货门店 35.7 家，为国内目前密度约 10 倍；购物中心数同样达到 3810 家，为国内密度的 4.8 倍。

图 96：国内每百万人均百货和购物中心门店数仍较低



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

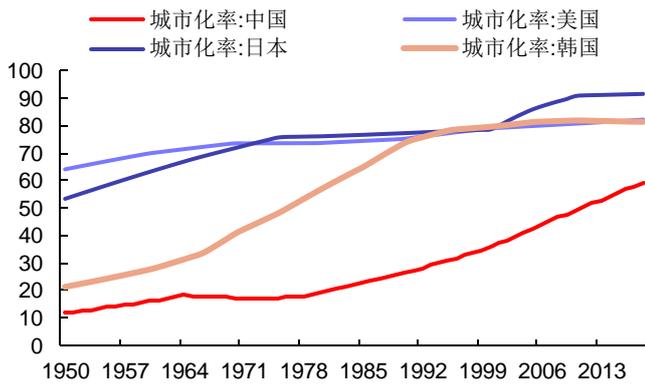
图 97：国内每百万人均便利店数量同样较低



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

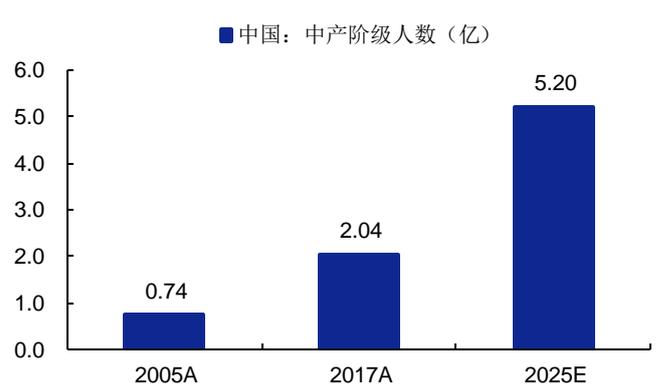
对比日本和美国，我国电商在 2011 年后进入快速发展阶段，但此时线下零售网络仅在一二线城市较发达，三四五六线成熟无法实现覆盖，叠加人口红利下廉价的物流成本，电商对零售中长尾市场实现了快速渗透。但近年来国内电商用户数量快速增长的红利已接近尾声，开始回归线下。根据麦肯锡 2016 年中国消费者调查，47.8% 的用户表示更注重商品的品质，这些用户更愿意在同类商品中选择品质好的，并且愿意为此多付出 10% 的消费溢价。国内目前中产阶级人数约为 2.04 亿人，占比总人口约 15%，该部分人群相对更加重视商品和服务品质，未来在中产阶级人数持续增多推动下，我们认为国内尤其是购物中心下沉三四五线城市的空间依旧较大。

图 98：对比发达国家，我国的城镇化率仍较低



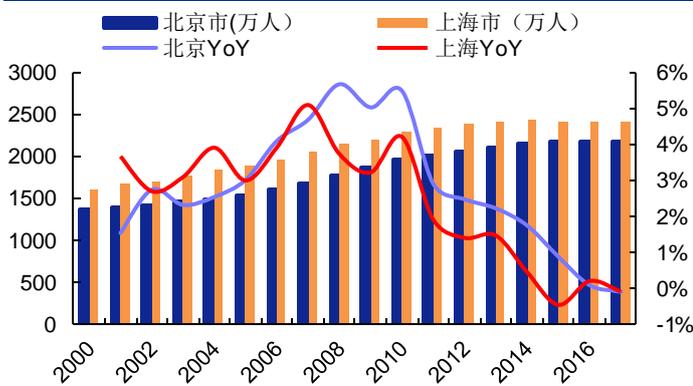
资料来源：世界银行，安信证券研究中心

图 99：国内中产阶级有望持续增多至 5.2 亿人



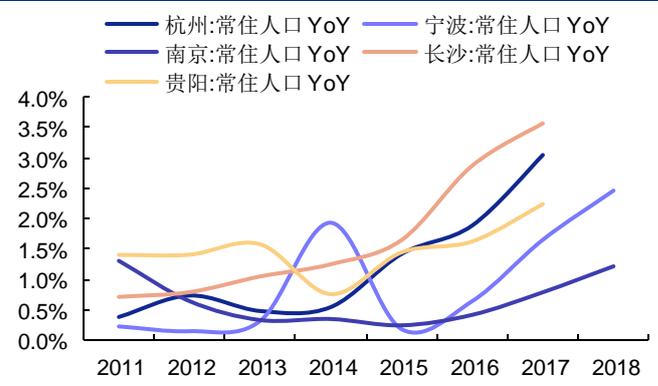
资料来源：Credit Suisse、麦肯锡测算，安信证券研究中心

图 100：一线城市人口饱和，百货和购物中心进入存量竞争



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

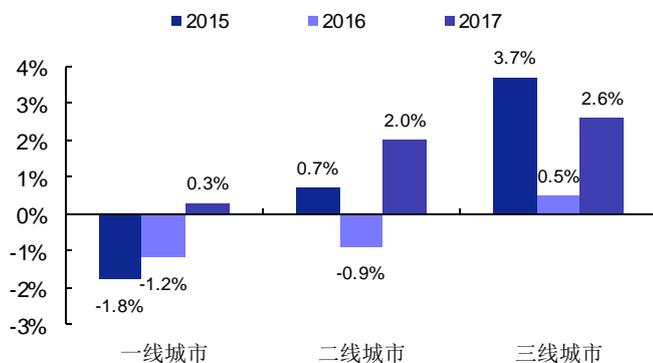
图 101：二三四线城市人口回流，购物中心数量快速扩张



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

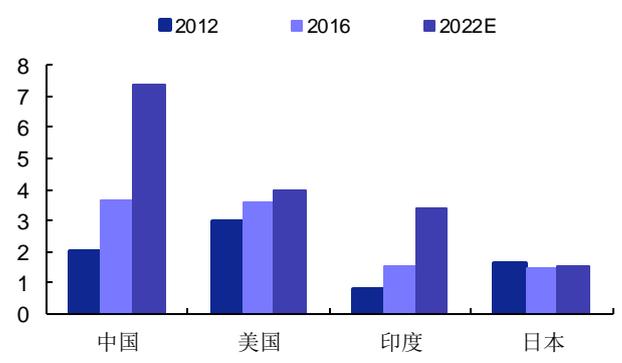
近年来三线城市商场客流增速持续好于一二线，低线城市已成为行业增量重要市场，趋势有望延续。根据中华商业信息网的数据显示，2015-2017 年期间城市级别越高，商场客流指数增幅越弱，且呈现三线城市好于二线，二线好于一线的格局。我们认为国内百货和购物中心在一线城市由于发展较为成熟，且人口逐步开始呈现净流出的趋势，未来百货门店下层三四线将是推动行业规模扩大的主要驱动力。

图 102：三线商场客流指数同比增长明显高于一二线城市



资料来源：中华商业信息网，安信证券研究中心

图 103：CBRE 预计中国 2022 年零售市场达 7.4 万亿美元



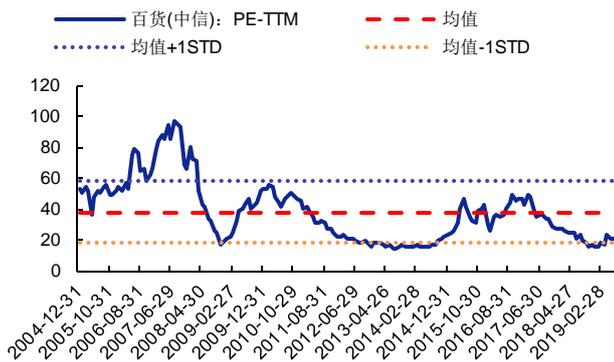
资料来源：The Economist Intelligence Unit，CBRE 预测

4. 估值分析：相对和绝对估值下，百货行业均处于历史较低水平

4.1. 相对估值：百货行业 PE、PB、PS、PCF 四大估值均处历史低位

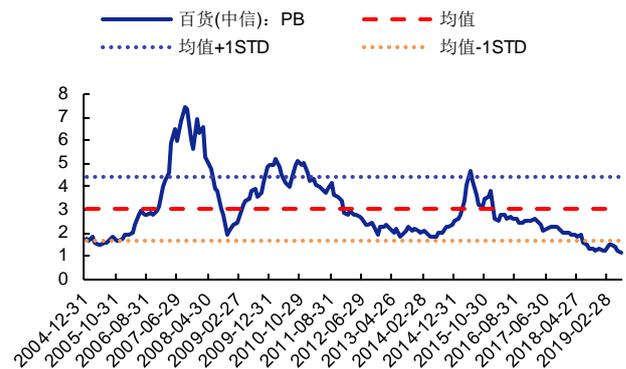
百货行业估值来看，我们选用中信行业分类下的百货行业（CI005298.WI）指数从开始统计以来至今（2004年12月~2019年6月）作为参考。百货行业的 PE TTM 目前约 20.8x，目前处于估值较低水平（略高于均值-1 个标准差 18.7x 水平）；百货行业的 PB 指标来看，目前仅为 1.19x，已处于统计至今的历史最低位置；PS（市销率）和 PCF（市现率）的指标来看，目前同样仅 0.71x 和 8.05x，均处与过去 15 年来的历史低点位置。

图 104：百货行业 PE TTM 历史均值 38.5x，目前仅 20.8x



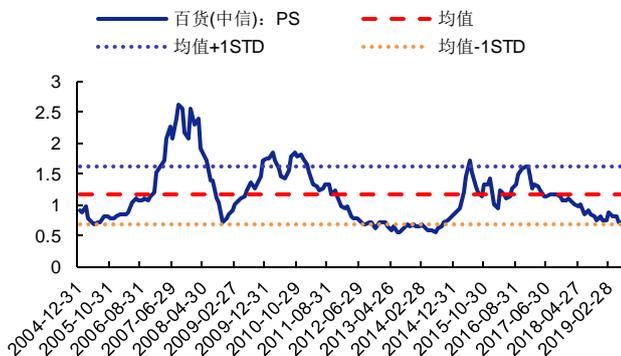
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 105：百货行业 PB 历史均值 3.0x，目前仅 1.2x



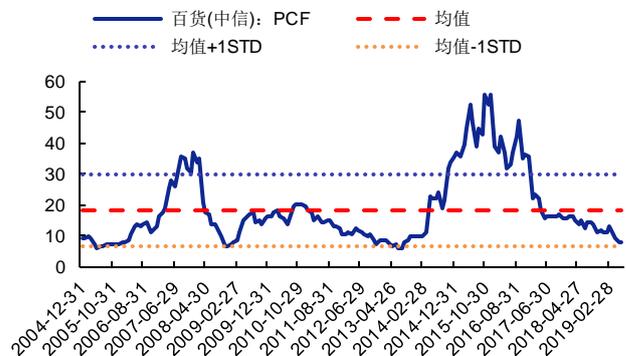
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 106：百货行业 PS 历史均值 1.2x，目前仅 0.7x



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 107：百货行业 PCF 历史均值 18.7x，目前仅 8.1x



资料来源：Wind，安信证券研究中心

百货优质标的天虹股份和王府井的相对估值已处低位，绝对估值来看同样被低估。从百货行业标的来看，我们认为虽然大多数百货标的异地扩张能力和意愿相对较弱，使得中长期成长潜力有限，但百货龙头标的如天虹股份、王府井等均在过去 10 多年的发展过程中验证过自身在全国百货门店扩张实力其目前仍在延续，有望从分散的行业竞争中逐步提高市占率，成为国内百货龙头。以万得业绩一致预期为例，天虹股份和王府井的 19 年 PE 均已降至 12.9x 和 9.3x，PE TTM 同样处于历史较低位置，且从绝对估值的 DCF 模型来看，同样高于两家标的目前的市值。叠加百货行业 19 年下半年已迎来较低的同店增长基数，数据有望开始逐步改善，目前两家标的估值再进一步下调的空间已较小，建议重点关注。

表 14: 百货行业的重点标的 PEG 均小于 1, 且 PE 19E 均在 9~15 倍左右

证券代码	证券简称	PE TTM	PE 19E	PE 20E	PE 21E	未来 3 年业绩 CAGR(%)	PEG	PB
002419.SZ	天虹股份	16.80	14.9	12.9	11.4	15.1	0.85	2.47
600859.SH	王府井	10.18	9.3	8.3	7.5	9.2	0.90	1.05
600729.SH	重庆百货	15.45	11.6	9.6	8.2	20.8	0.46	2.09
000501.SZ	鄂武商 A	7.51	7.6	7.5	7.0	3.1	2.40	0.96
600723.SH	首商股份	12.05	11.7	11.0	10.3	6.3	1.75	1.13
600828.SH	茂业商业	6.82	6.6	6.4	6.2	4.2	1.53	1.42
000417.SZ	合肥百货	17.69	16.6	15.5	14.3	8.3	1.87	1.00
002187.SZ	广百股份	14.11	-	-	-	-	-	1.05
002277.SZ	友阿股份	13.30	13.6	12.9	11.2	-2.6	-4.97	0.69
002561.SZ	徐家汇	15.06	-	-	-	-	-	1.60
600280.SH	中央商场	-10.86	-	-	-	-	-	2.76
600306.SH	商业城	-11.76	-	-	-	-	-	-
600628.SH	新世界	19.89	20.7	16.0	14.2	5.1	3.12	1.00
600682.SH	南京新百	-16.48	8.8	6.8	6.2	63.5	0.11	0.96
600693.SH	东百集团	17.73	17.8	17.1	16.5	2.6	6.57	1.99
600712.SH	南宁百货	-63.98	-	-	-	-	-	2.83
600814.SH	杭州解百	24.20	-	-	-	-	-	1.52

资料来源: wind, 安信证券研究中心整理 ***注: 表格中标的 PE 19E、未来 3 年业绩复合增速均为万得一致预期

4.2. 绝对估值: 天虹、王府井 DCF 估值测算下, 均高于公司目前市值

百货标的由于联营模式为主, 以商铺营收的扣点来计提收入, 历年来的经营现金流均较为稳健。对此, 我们对天虹股份和王府井同样进行 DCF 模型测算, 得到天虹股份在未来 3 年业绩复合增速 16%、永续增速 2.0%、β 系数选取对标上证综指 60 个月值 1.06 下, 得到 DCF 估值下每股权益价值为 17.26 元 (现价 13.15 元)。

表 15: 天虹股份在 DCF 模型测算下, 每股权益价格为 17.26 元, 现价为 13.15 元

	权益 FCFE 估值		主要假设	
显性预测	3,721.3	18.0%	无风险利率	3.50%
半显性预测	7,930.6	38.3%	风险溢价	7.00%
永续价值	9,064.1	43.8%	β 系数	1.06
权益价值	20,715.9	100.0%	Rm	10.50%
总股本	1,200.3		Ke	10.93%
每股权益价值	17.26		半显性期增长率	15.00%
股价	13.15		永续增长率	2.00%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心测算

表 16: 在永续增速 1.5~2.5%、Ke 10.5~11.5%下, 天虹股份每股 DCF 价格 15.7~18.8 元/股

Ke	永续增长率					
	0.00%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
12.50%	13.43	13.87	14.12	14.39	14.69	15.03
12.00%	14.10	14.60	14.89	15.20	15.55	15.94
11.50%	14.83	15.41	15.74	16.10	16.51	16.96
11.00%	15.64	16.30	16.68	17.11	17.58	18.12
10.50%	16.52	17.29	17.73	18.23	18.79	19.43
10.00%	17.50	18.39	18.91	19.50	20.17	20.93
9.50%	18.58	19.62	20.24	20.94	21.74	22.67

资料来源: Wind, 安信证券研究中心测算

王府井同样在未来 3 年业绩复合增速保守预测 9%、永续增速 1.5%、 β 系数选取对标上证综指 60 个月值 1.15 下，得到 DCF 估值下每股权益价值为 21.50 元（现价 15.11 元）。

表 17：王府井在 DCF 模型测算下，每股权益价格为 24.48 元，现价为 15.11 元

权益 FCFE 估值			主要假设	
显性预测	4,261.6	25.5%	无风险利率	3.50%
半显性预测	6,300.2	37.7%	风险溢价	7.00%
永续价值	6,129.9	36.7%	β 系数	1.15
权益价值	16,691.6	100.0%	Rm	10.50%
总股本	776.3		Ke	11.55%
每股权益价值	21.50		半显性期增长率	5.00%
股价	15.11		永续增长率	1.50%

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

表 18：在永续增速 1.0~2.0%、Ke 11.0~12.5%下，王府井每股 DCF 价格 19.2~23.4 元/股

Ke	永续增长率					
	0.00%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
13.50%	17.13	17.56	17.80	18.06	18.35	18.67
13.00%	17.86	18.35	18.63	18.93	19.26	19.62
12.50%	18.66	19.22	19.53	19.88	20.26	20.68
11.50%	20.48	21.20	21.62	22.08	22.60	23.17
11.00%	21.51	22.35	22.83	23.37	23.97	24.65
10.50%	22.65	23.62	24.18	24.81	25.52	26.33
10.00%	23.91	25.03	25.69	26.44	27.28	28.24

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

风险提示：DCF 模型由于相关选取的 β 系数会对最终估值造成一定影响，估值方法同样存在一定局限性，最终每股权益贴现价值仅供参考。

4.3. 资金层面：百货基金持仓目前处于历史低位，机构关注度同样较低

公司基金持仓来看，各百货的基金持仓比例仍较低。可比口径来看，重点标的天虹股份 18 年末持仓比例为 8.54%，与 2010-11 年的历史高位 27%~42%相比持仓仍处低位；而王府井 18 年末持仓比例为 10.51%，而 2006~08 年的历史高位 61%~76%相比持仓同样处于低位。

表 19：各公司基金持仓情况

公司	持仓市值 (万元)	持仓比例
重庆百货	75,892.93	6.60%
欧亚集团	14,847.51	5.20%
银座股份	6,786.28	2.65%
王府井	43,486.36	10.51%
天虹股份	112,420.88	8.54%
大商股份	24,325.42	3.42%
南京新百	617.93	0.07%
合肥百货	270.14	0.08%
鄂武商 A	22,212.51	3.46%
中央商场	2,761.24	0.74%
大东方	95.96	0.03%
翠微股份	734.15	0.24%
北京城乡	13,787.02	6.26%
友阿股份	6,039.86	1.35%

资料来源：wind，安信证券研究中心

5. 投资建议：重点推荐有望全国扩张的龙头天虹、王府井

5.1. 天虹股份：18 年整体业绩+25.92%符合预期，内生外延助力成长可期

公司为少数实现全国扩张的百货领先企业，管理层及股东结构优异：①四大业态相辅相成：公司已拥有线下“百货+购物中心+超市+便利店”四大实体业态，以及线上“虹领巾”移动生活消费服务平台，并持续推进数字化革新，向百货新零售转型。截至 18Q3，公司共经营百货 68 家、超市 73 家、购物中心店 10 家、便利店 167 家，区域上已进入 8 个省市的 25 个城市，已形成全国性布局。②展店势头强劲：公司在 2015-17 年间分别新开店 2、7、7 家，店龄结构良好，预计在 2018-20 年展店或有望加速；③同店率先回暖：在 2012-15 年百货行业受到线上网购的冲击以及行业调整期间，公司对门店进行了积极的调整，并于 2016-17 年起率先复苏，百货可比店的利润分别同增 9.7%和 17.4%，高于百货行业利润增速约 12.1pct 和 25.9pct。④公司治理优秀：国内百货标的多为国企，异地扩张意愿相对较弱。天虹在成立初期就引入港资，充分市场化，叠加高管团队年轻进取+创新意识强+核心高管持股+员工超额利润分享计划，公司整体治理优异。

实力领先+战略得当，天虹成功实现逆势扩张。在百货行业景气下行的 2012-16 年期间，天虹依旧新开了 32 家门店（百货和购物中心），成功实现在江西、湖南、福建等重点省份的异地扩张。我们认为主要是外部和内部两层面共同推动：①外部因素：湖南、江西、福建三省过去 10 年的 GDP 高增速+城镇化率持续提升+无地方性百货龙头下，为外部百货企业区域扩张提供难得机会；②内部因素：天虹 1983 年成立并持续从深圳向广州省内异地扩张，在早期就已具备了区域扩张经验，叠加公司在不同省份因地制宜的打法得当、城市和社区店双模式细分市场+首创“百货+超市+X”实现千店千面等竞争优势下，公司抓住外部行业结构性机会，成功实现逆势扩张。

数字化+优化门店+加速展店，内生外延共驱未来成长。公司与其他百货企业的差异在于较强的个股成长性，即使不考虑百货行业回暖情况下，我们认为公司仍可以：①在内生上通过数字化革新来提升成熟店的销售额及人效，百货主题编辑化和购物中心主题街区化实现门店差异化吸引流量。②在外延上凭借过去逆势展店的竞争优势和已签约的 30 个储备项目，有望实现 18-20 年加速展店，叠加次新店爬坡和管理输出业务在 17 年后重启，实现同店增长和展店加速的良好成长性。

投资建议：买入-A 投资评级。公司核心客群定位为中端家庭消费者，相比高端定位的百货具备更好的同店抗周期性。未来受益公司加码数字化转型+门店主题化+展店提速及次新店爬坡+深耕超市供应链，我们预计公司 2019-21 年的整体归母净利润分别为 10.8 亿元/12.6 亿元/14.7 亿元，增速 18.9%/17.1%/17.1%，EPS 分别为 0.90 元/1.05 元/1.23 元，对应 PE 分别为 14.6x/12.6x/10.7x。

风险提示：经济下行抑制可选消费、百货行业竞争加剧、展店进度不及预期、数字化改革效果不及预期、次新店爬坡不及预期等。

5.2. 王府井：5 月数据回暖且有望持续改善，19 年开店提速短期承压长期利好

收入持续增长，奥莱业态成长强势。①2018 年公司营收同增 2.38%，主要受宏观经济放缓、可选消费配复苏、网络零售增速放缓、公司门店规模网络扩充及加速发展新兴业态等因素作用。分业态来看：百货/购物中心业态实现营收 213.12 亿元/-0.09%，作为公司营收构成的主

要部分基本保持稳定；②奥特莱斯业态实现营收 36.11 亿元/+8.52%，主要系公司严控门店质量，老店销售回升显著，新店增长强势。公司 18 年全年门店数净减 3 家，变为 51 家，主要系租金问题与竞争格局变化影响，2019 年预计新项目增速会提高。

新业态加速拓展+多业态协同发展，保障后续业绩高增长。①新业态拓展加速：购物中心为公司快速发展中的新兴业态，主要通过购物中心管理公司采取租赁经营、委托管理等轻资产运营模式发展购物中心新兴业态。18 年东北地区受新增门店和次新店影响，收入增幅较高。②多业态协同发展趋势良好，首个王府井首航超市开业：百货方面，不断向购物中心化、城市奥莱化、社区化方向发展，转型调整取得显著成效。购物中心方面，王府井购物中心品牌声誉迅速提升。奥特莱斯方面，借助赛特奥莱资源、品牌优势及运营能力，增长强劲。同时，公司加快推进超市资本运作模式发展，与首航合作成立了合资公司，年内首个王府井首航超市开业，提高了业态丰富度，推动了未来超市区域连锁化发展。同时充分利用首旅平台资源，多业态资源有望进一步整合，保障公司后续业绩高增长。

线上线下一体化程度加深+区域深耕与业态融合，龙头优势有望持续。①线上线下一体化程度加深：公司以会员数据为核心，以到店用户、商圈人群为补充，推进用户数据化进程，组织线上线下联合活动，取得较为明显地成效。公司成立全渠道中心，加速完善全渠道建设，场景闭环日益完善，深入挖掘消费者体验和需求，有利于拓展业务成长空间。②区域深耕与业态融合：公司积极拓展昆明、西宁市场，在两个重点城市签署了奥莱和购物中心项目，同时加快沈阳奥莱的扩建。有效推进区域深耕与业态融合。依托百货店的基础，发展类购物中心，在区域形成较强影响力和领导地位，成功走出了一条新的商业发展模式。进一步巩固了公司的效益平台。

投资建议：买入-A 投资评级。公司 19 年开店有望显著提速，叠加 19 年同店数据有望逐步回暖，预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 12.90 亿元/14.46 亿元/16.08 亿元，EPS 分别 1.66 元/1.86 元/2.07 元，对应 PE 分别为 9.2x/8.2x/7.4x。

风险提示：经济下行抑制可选消费、百货行业竞争加剧、展店进度不及预期、次新店爬坡不及预期、国企改革不及预期等。

表 20：重点公司盈利预测及估值（2019 年 7 月 3 日）

板块	股票代码	股票简称	总市值（亿元）	最新收盘价	EPS			PE			评级
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	
百货	002419.SZ	天虹股份	168.48	14.01	0.75	0.90	1.05	18.68	15.57	13.34	买入-A
	600859.SH	王府井	121.95	15.53	1.55	1.66	1.86	10.02	9.36	8.35	买入-A

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

6. 风险提示

- 1) 消费市场竞争激烈风险；
- 2) 门店扩张速度不及预期；
- 3) 经济下行抑制可选消费风险等。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034