

商贸零售

行业中期策略

从日本零售并购，看国内零售集中

投资要点

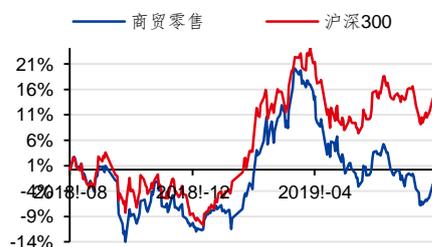
- ◆ **行情回顾：前7月股市整体回升，纺服商贸仍处于历史低位：**2018年股市表现欠佳带来反弹空间。SW食品饮料上涨57%，跑赢大盘。另有休闲服务、商业贸易、纺织服装上涨25%、12%、5%。目前，纺织服装、商业贸易、休闲服务、食品饮料市盈率分别约18倍、16倍、31倍、31倍。前7月纺服、商贸、休服、食品饮料板块中，310家公司有243家公司实现了股价增长。
- ◆ **消费品零售市场平稳增长，线上高增速有所放缓：**Q1、Q2社零平稳增长，7月社零增速放缓至7.6%，国家统计局数据显示，剔除汽车品类消费后，7月社零增长8.8%，前7月社零增长9.2%。线下零售平稳增长，7月线下零售增速约6.7%，较4月与5月有所提升。超市维持较高增速，其他业态增速上行。互联网用户量红利趋近尾声，7月实物商品网上零售增长17%，线上高增速略有放缓。
- ◆ **日本零售行业集中度提升：**2002年前后日本连锁店开始加速集中，主要源于日本2000年至2010年之间出现第二次并购潮。该次并购浪潮的宏观成因主要为（1）法规完善、鼓励并购；（2）经济制度出现变化；（3）宽松的金融环境。另有零售经营困境推动零售并购，企业逐步合并，推动零售企业集中度提升。2002年至2017年，日本前10零售企业零售收入占全国零售比例由10.8%提升至16.2%。
- ◆ **典型日本零售龙头的路径：**永旺集团持续并购助力多业态增长。Seven & i 内生增长为主，并购为辅，多业态共同发展。三越伊势丹展现了百货龙头的合并求存。我们发现，并购未能明显推动利润率增长，并购扩大规模提升竞争力。日本零售在2002年之后加速集中，主要源于（1）连续3年零售销售负增长，零售企业经营困难；（2）前十零售企业收入占比超过10%，龙头具备并购实力；（3）政策经济环境变化，鼓励企业并购整合。最后，并购推升规模增长被二级市场投资者认可，并购及其预期将推动股价上行。
- ◆ **并购助力国内零售行业集中：**长期来看，随着社零增速放缓，国内零售渠道增速放缓。电商冲击下，国内零售业经营利润率有所降低，综合零售业利润总额占营收比例已由2008年的3.8%降至2017年的3.0%。近年来零售集中度逐步提升，2010年以来，零售十强占社零比率开始逐步攀升，已由4.5%左右提升至12.4%。国内零售集中度提升，一是线上高集中度推动，二是品牌集中助力，三是零售企业开始不断并购整合。
- ◆ **国内零售处于并购早期：**国内零售前十销售占比已于2017年超10%，零售龙头或开始具备行业整合能力。互联网巨头巨头阿里巴巴、腾讯及典型线下零售公司在2017年前后加速了并购扩张步伐。零售龙头具备全国性扩张条件，跨区域并购整合及扩张有望推动零售集中度较快提升。目前中国零售趋势与2002年至2006年的日本存在差异，我们认为，虽然国内零售在电商推动下集中度加速提升，但是仍处于零售并购整合早期，随着经济、消费增速的逐步放缓，国内零售并购整合趋势将更加明显。

投资评级

领先大市-B 维持

首选股票	评级
601933	永辉超市 买入-A
002697	红旗连锁 买入-B
603708	家家悦 增持-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.09	-8.71	-18.06
绝对收益	-2.06	-2.40	-3.16

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsc.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟

 wuyuzhou@hua.jinsc.cn
 021-20377061

相关报告

- 商贸零售：拼多多：直面阿里竞争，关注平台品牌计划及品牌合作进展 2019-07-22
- 商贸零售：6月社零增长9.8%，增速较5月明显回升 2019-07-15
- 商贸零售：5月社零增速回升，期待Q2起零售增速改善 2019-06-14
- 商贸零售：Q1社零增速企稳回升，期待Q2消费持续回暖 2019-04-17
- 商贸零售：前2月社零增速与去年Q4持平，期待Q2零售增速回升 2019-03-14

- ◆ **建议关注标的：**电商打破传统零售商品牌商的区域经销模式，国内仓储物流效率提升夯实零售跨区域扩张条件。零售龙头具备全国性扩张条件，跨区域并购整合及扩张有望推动零售集中度较快提升。建议关注电商龙头阿里巴巴，全国性、区域性超市龙头永辉超市、红旗连锁、家家悦。
- ◆ **风险提示：**社会消费品零售增速逐步放缓；宏观事件影响消费者信心；超市市场份额或被电商市场切割；零售企业跨区域扩张或加剧行业竞争；互联网用户量红利或趋近尾声。

内容目录

一、行情回顾	6
(一) 前 7 月股市整体回升，纺服商贸仍处于历史低位	6
(二) 消费品零售市场平稳增长，线上高增速有所放缓	7
二、日本零售行业集中度提升	9
(一) 日本零售少有增量，行业出现大量并购	9
(二) 政策法规放松、行业经营困境推动并购潮	10
1. 政策法规放松推动并购潮	10
2. 零售经营困境推动并购潮	12
(三) 并购助力日本头部零售企业市占率提升	12
三、典型日本零售龙头的路径	14
(一) 永旺集团：持续并购助力增长的多业态零售企业	14
(二) Seven & i：内生增长为主，并购为辅，多业态共同发展	17
(三) 三越伊势丹：百货龙头的合并求存	20
(四) 动因分析：并购未能推动利润率提升，扩大规模提升竞争力	21
1. 并购未能明显推动利润率增长	21
2. 并购扩大规模提升竞争力	22
3. 并购及预期推动股价上行	22
四、并购助力国内零售行业集中	23
(一) 国内零售各业态增速放缓，集中度加速提升	23
(二) 线上、品牌、并购三方面促使国内零售集中	25
1. 线上推动集中度较快上行	25
2. 品牌集中助力零售集中	26
3. 线上线下零售并购推升集中度	26
(三) 典型线上线下企业的零售布局	27
(四) 中日零售存在差异，国内零售处于并购早期	29
五、建议关注标的	30
(一) 国内电商龙头阿里巴巴	31
(二) 全国性超市龙头永辉超市	32
(三) 天府之国的便利超市红旗连锁	33
(四) 立足胶东的商超龙头家家悦	34
六、风险提示	35

图表目录

图 1：2019 前 7 月申万各板块行情回顾	6
图 2：2010 年至 2019 年 7 月部分消费板块市盈率情况	6
图 3：2019 前 7 月申万部分消费板块公司股价变动分布情况	7
图 4：社会消费品零售总额增速或存企稳迹象	7
图 5：城镇居民消费季度人均支出结构	7
图 6：社会消费品线下零售及其增速	8
图 7：商务部重点流通企业零售额增速	8
图 8：综合商城 APP 行业渗透率示意图	8
图 9：低线城市电商渗透率快速提升	8

图 10: 社会消费品线上实物商品零售及其增速	8
图 11: 日本分业态零售规模 (十亿日元)	9
图 12: 2018 年日本分业态零售占比	9
图 13: 日本分员工人数零售企业数量之一 (家)	10
图 14: 日本分员工人数零售企业数量之二 (家)	10
图 15: 日本连锁店协会企业及店铺数量统计	10
图 16: 日本企业并购数量统计示意图	10
图 17: 并购潮前后日本零售企业销售规模	12
图 18: 并购潮前后日本零售企业营业利润规模	12
图 19: 并购潮前后日本批发零售破产宗数	12
图 20: 日本前 15 零售企业零售收入情况 (百万美元)	13
图 21: 日本前 15 零售企业零售收入情况	13
图 22: 日本零售前 5、前 10 营收占比估计	13
图 23: 日本便利店集中度估计	14
图 24: 日本百货店集中度估计	14
图 25: 永旺集团营业收入情况	14
图 26: 公司改制前后营业收入	14
图 27: 公司改制前后毛利率	15
图 28: FY2012 年前永旺集团分业务营业收入 (十亿日元)	16
图 29: FY2012 年后永旺集团分业务营业收入 (十亿日元)	16
图 30: 永旺集团合并子公司数量	16
图 31: 永旺集团典型子公司市占率估计	16
图 32: 永旺集团整体日本营业收入及零售市占率估计	16
图 33: Seven&i 集团营业收入及其增长	17
图 34: Seven&i 集团分业务营业收入 (十亿日元)	17
图 35: Seven&i 日本区域营收利润	18
图 36: Seven&i 北美区域营收利润	18
图 37: Seven&i 主要并购支出	19
图 38: Seven&i 自有品牌商品 SKU	19
图 39: Seven&i 自有品牌销售额占比	19
图 40: Seven&i 日本便利店市占率估计	19
图 41: 日本百货店市场销售规模	20
图 42: 合并前三越、伊势丹日本百货营收及市占率	20
图 43: 合并后三越伊势丹日本百货营收及市占率	20
图 44: 2000 年之后日本零售企业经营利润率情况	21
图 45: 三越伊势丹日本百货营业利润率	21
图 46: 日本零售经营利润率及 GDP 增速	21
图 47: 永旺集团追溯后利润率	21
图 48: Seven & i 分区域营业利润率	22
图 49: 永旺集团股价走势	23
图 50: Seven & i 集团股价走势	23
图 51: 重点流通企业分业态销售额增速	24
图 52: 国内快速消费品城镇分渠道销售额增速	24
图 53: 国内综合零售业及百货行业利润率	24
图 54: 超市及百货行业上市公司净利率	24

图 55: 中国零售百强前十名销售额占社零比例	25
图 56: 中国连锁经营前十名销售额占限额以上剔除石油汽车	25
图 57: 国内网络零售销售额及占比	25
图 58: 2018 年国内网络零售销售格局	25
图 59: 2019 年一季度国内网络零售 B2C 市场销售格局	26
图 60: 国内年度超过 1 亿家庭购买品牌消费者数量 (亿家庭)	26
图 61: 国内年度超过 1 亿家庭购买品牌 2018 年渗透率	26
图 62: 中国互联网零售并购交易 (百万美元)	27
图 63: 中国传统零售并购交易 (百万美元)	27
图 64: 中日前十零售商规模对比	27
图 65: 日本零售前 5、前 10 营收占比估计	27
图 66: 中国零售百强前十名销售额占社零比例	28
图 67: 2017 年国内零售十强销售额	30
图 68: 中国经济增速预测	30
图 69: 永旺集团资本开支占比	30
图 70: Seven & i 资本开支占比	30
图 71: 阿里巴巴年度活跃用户数量	32
图 72: 阿里巴巴核心商务收入结构分拆 (百万元)	32
图 73: 阿里巴巴各业务营业利润情况 (百万元)	32
图 74: 永辉超市营收净利情况	33
图 75: 永辉超市分区域营业收入情况 (百万元)	33
图 76: 红旗连锁营收净利情况	34
图 77: 红旗连锁成都市超市市场占有率估计	34
图 78: 家家悦营收净利情况	35
图 79: 家家悦分品类营业收入情况 (百万元)	35
表 1: 日本 1990 年末期至 2000 年代中期的第二次并购浪潮宏观成因	11
表 2: 产业活力再生特别法及其修订	11
表 3: 产业活力再生机构	11
表 4: 永旺集团的主要兼并整合历程	15
表 5: Seven&i 主要收购整合历程	17
表 6: 阿里巴巴集团的零售布局不完全统计	28
表 7: 腾讯控股的零售相关布局不完全统计	28
表 8: 典型线下零售企业的并购扩张	29
表 9: 建议关注标的估值情况	31

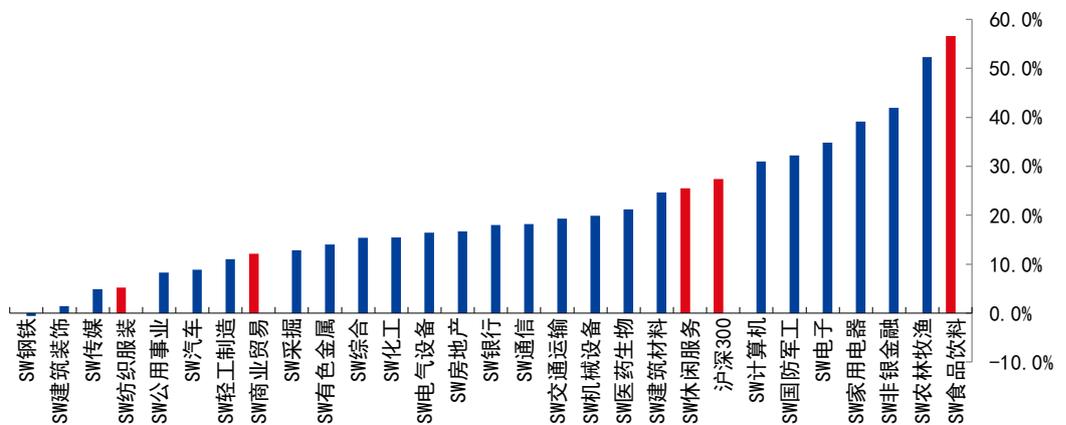
一、行情回顾

(一) 前 7 月股市整体回升，纺服商贸仍处于历史低位

前 7 月，股市整体回升。2018 年股市表现欠佳带来反弹空间。SW 食品饮料上涨 57%，跑赢大盘。另有休闲服务、商业贸易、纺织服装上涨 25%、12%、5%。

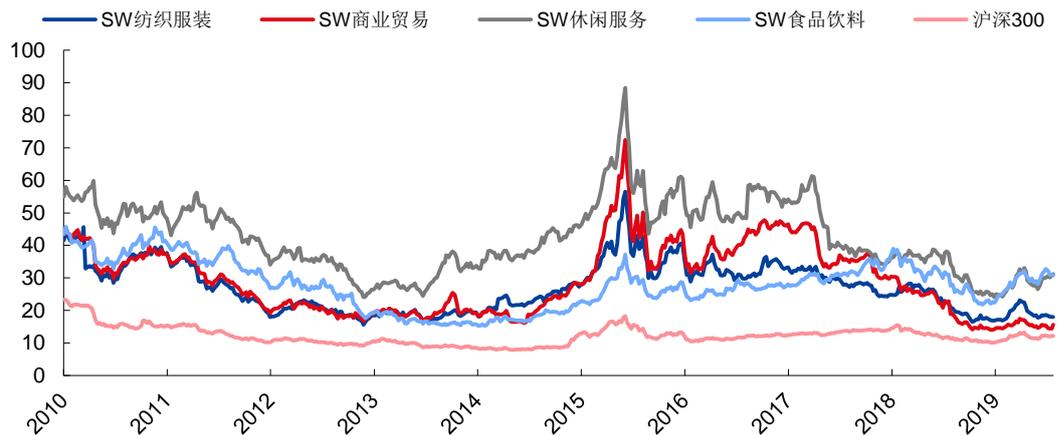
估值在 1 至 3 月快速提升，之后有所回落。目前，纺织服装、商业贸易、休闲服务、食品饮料市盈率分别约 18 倍、16 倍、31 倍、31 倍。纺织服装、商业贸易估值接近 2010 年以来的历史底部。

图 1：2019 前 7 月申万各板块行情回顾



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2010 年至 2019 年 7 月部分消费板块市盈率情况

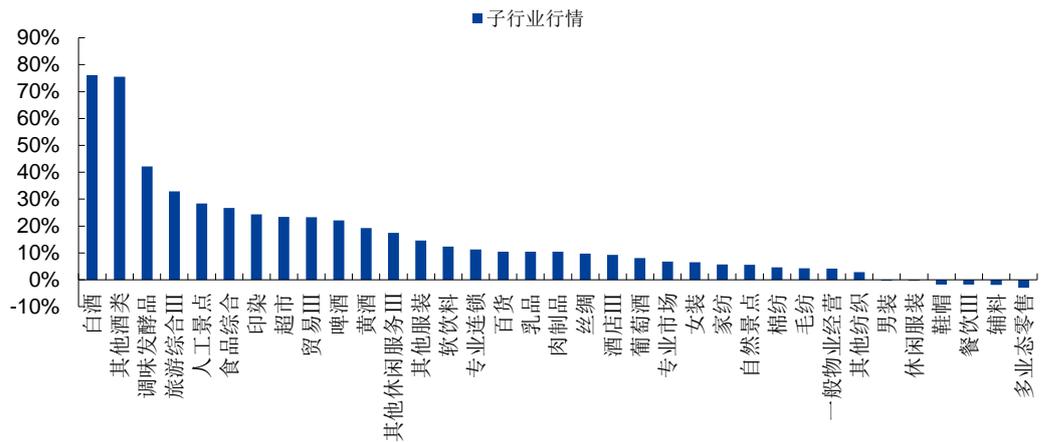


资料来源：Wind，华金证券研究所

纺服、商贸、休服、食品板块中，大部分公司的股价有所上升。

四个板块 310 家公司有 243 家公司实现了股价增长。前 7 月涨幅最大的子版块是食品饮料的白酒。主要原因为业绩较为确定以及资金抱团。商业贸易中，渠道扩张及食品类 CPI 提升使超市取得较好表现。纺织服装中，原材料价格提升使印染行业取得较好表现。休闲服务中，免税渠道向好利好国旅、主业平稳增长使宋城取得较好表现。

图 3：2019 前 7 月申万部分消费板块公司股价变动分布情况



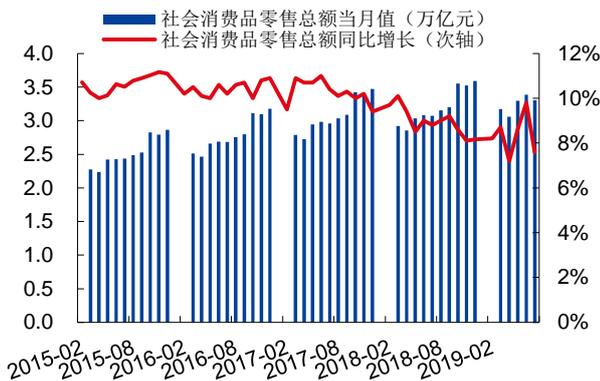
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）消费品零售市场平稳增长，线上高增速有所放缓

Q1、Q2 社零平稳增长，7 月增速略有放缓。规模提升后，增速已由双位数降至高单位数。6 月社零在食品类 CPI、减税降费等政策、汽车消费的推动社零增速回升，Q2 社零增长 8.5%，增速较 Q1 的 8.3%有所回升，社会消费品零售或存企稳迹象。7 月社零增速放缓至 7.6%，国家统计局数据显示，剔除汽车品类消费后，7 月社零增长 8.8%，前 7 月社零增长 9.2%。

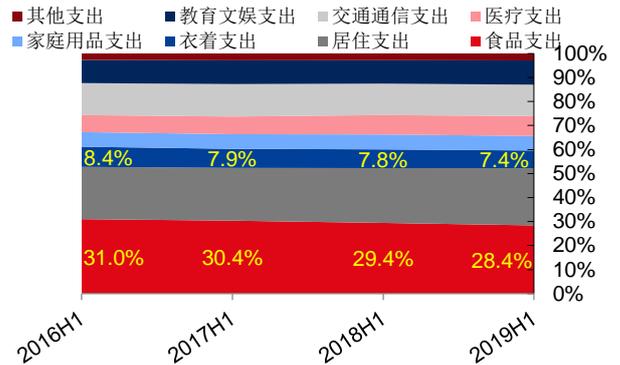
城镇居民消费支出存在结构升级趋势。2019 上半年食品、衣着支出金额平稳增长。消费升级使食品、衣着支出占比平稳下降。

图 4：社会消费品零售总额增速或存企稳迹象



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 5：城镇居民消费季度人均支出结构

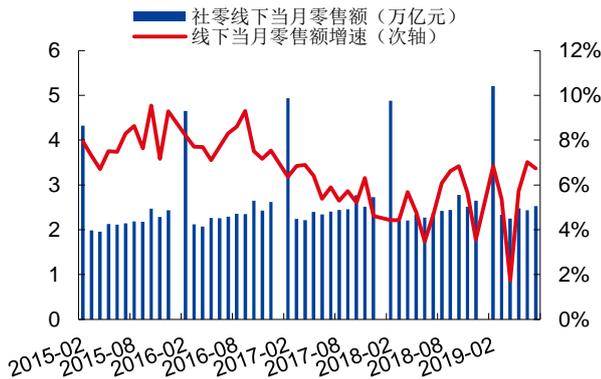


资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

线下零售平稳增长，近期增速有所回升。我们测算，7 月线下零售增速约 6.7%，较 4 月与 5 月有所提升。线下增速回暖推动上半年线下零售增速较 2018 年全年有所提升。

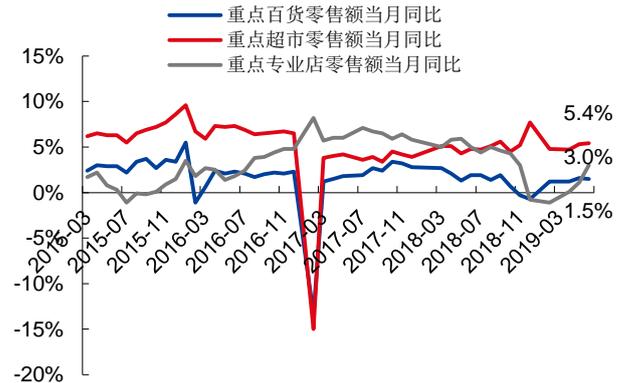
超市维持较高增速，其他业态增速上行。据国家统计局，食品 CPI 推动超市业态高增速，上半年超市零售额同比增长 7.4%，增速基本持平 Q1 的 7.5%。百货业态在高端消费或有回暖背景下增速上升，上半年同比增长 1.5%，增速较 Q1 的 0.9%有所回升。另有专业店上半年增长 5.3%，增速较 Q1 的 3.9%回升；专卖店上半年增长 3.0%，增速回暖。

图 6：社会消费品线下零售及其增速



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 7：商务部重点流通企业零售额增速



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

互联网用户量红利趋近尾声。据极光大数据，电商渠道下沉后，截止 19Q1，综合商城 APP 行业渗透率已达近 70%。另据凯度，2018 年低线城市电商渗透率达 62%，与高线城市渗透率差距逐步缩短。

线上高增速略有放缓。7 月网上商品及服务零售同比增长 11%，增速继续环比放缓。7 月实物商品网上零售增长 17%，增速较 5 月的 20% 与 6 月 21% 有所下降。

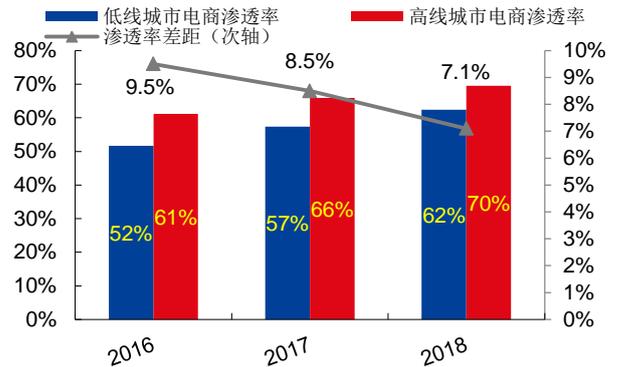
图 8：综合商城 APP 行业渗透率示意图



资料来源：极光大数据，华金证券研究所

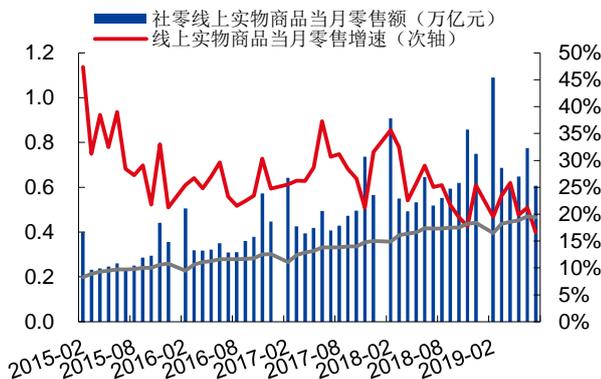
注：统一为一季度报告口径。

图 9：低线城市电商渗透率快速提升



资料来源：凯度，华金证券研究所

图 10：社会消费品线上实物商品零售及其增速



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

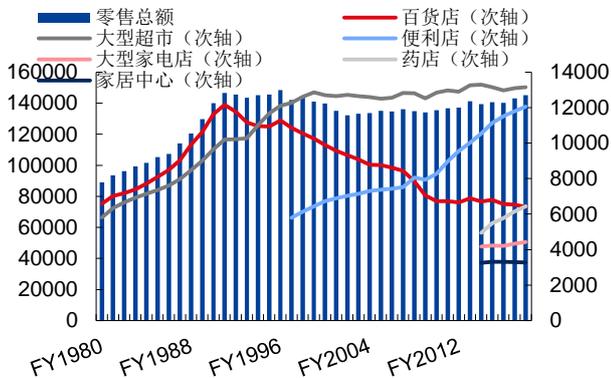
二、日本零售行业集中度提升

（一）日本零售少有增量，行业出现大量并购

1991 年日本进入“失落的三十年”之后，零售规模略有收缩。1991 年，日本泡沫经济结束，零售总额规模受经济危机影响有所放缓。其后日本经济摆脱长期萧条趋势，2002 年至 2018 年，零售规模实现 0.6% 的年复合增速。

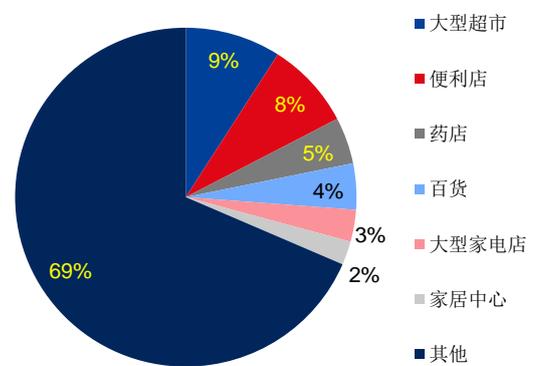
百货店规模下滑，超市平稳，便利店、药店快速增长。2002 年至 2018 年，百货店、超市、便利店销售额分别实现年复合增长-2.3%、0.2%、3.4%。2018 年，大型超市、便利店、药店、百货分别占据零售总额的 9%、8%、5%、4%。

图 11：日本分业态零售规模（十亿日元）



资料来源：日本经济产业省，华金证券研究所

图 12：2018 年日本分业态零售占比



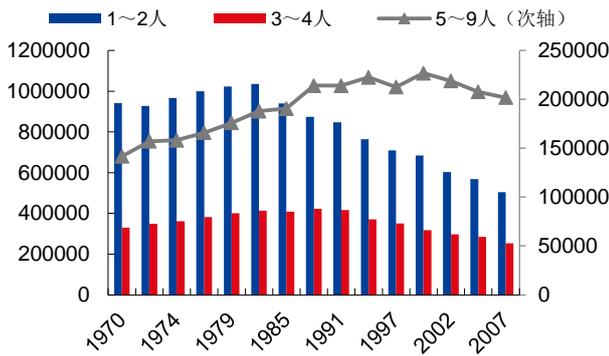
资料来源：日本经济产业省，华金证券研究所

零售增量减少，日本零售企业数量逐步减少。1991 年至 2002 年，日本零售企业数量由 160 万家减少至 130 家，数量减少约 18%。

逐步向规模化集中，越小规模企业数量越先开始收缩。采购、品牌等方面规模效应显著，零售存在向龙头集中趋势。日本 1~2 人、3~4 人、5~9 人零售企业数量分别由 1982 年、1988 年、1999 年开始减少。10~19 人、20~29 人、30~49 人零售企业数量于 1999 年之后基本持平。50~99 人、100 人以上的零售企业数量不断提升，但 1999 年之后增速放缓。

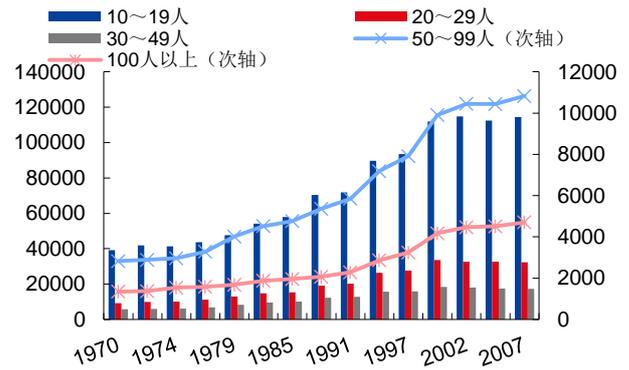
1998 年亚洲金融危机后，日本零售集中度提升加速。

图 13：日本分员工人数零售企业数量之一（家）



资料来源：日本总务省，日本经济产业省，华金证券研究所

图 14：日本分员工人数零售企业数量之二（家）

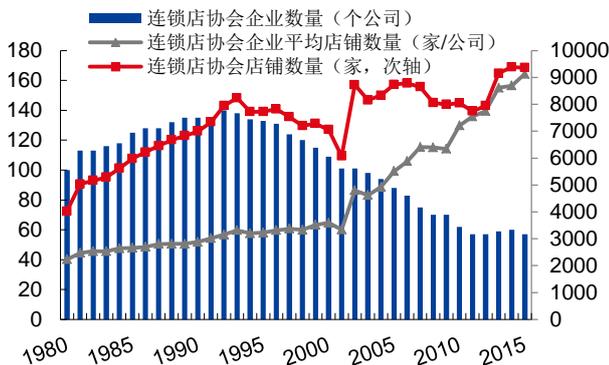


资料来源：日本总务省，日本经济产业省，华金证券研究所

2002 年前后日本连锁店开始加速集中。总量来看，1992 年之后，连锁店规模出现瓶颈。平均来看，1980 年至 2000 年，连锁店协会规模略有集中。2002 年之后，零售存在呈较快集中趋势。

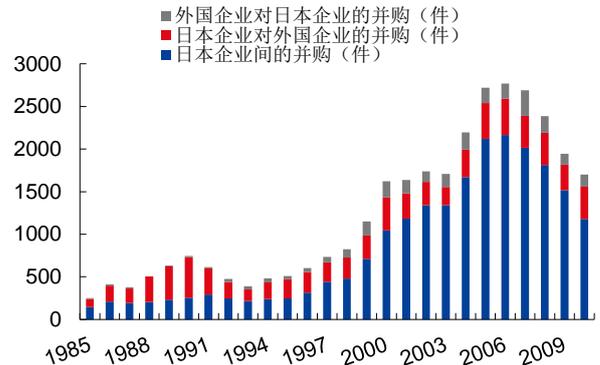
2002 年前后，日本国内企业并购数量快速提升。1985 年以来，日本出现两次企业并购潮。第一次是 1986 年至 1991 年，主要是广场协议后日元快速升值，日本企业大量对外并购。第二次是 2000 年左右至 2010 年左右，日本企业在政策放松背景下进行本地并购整合。

图 15：日本连锁店协会企业及店铺数量统计



资料来源：日本连锁店协会，华金证券研究所

图 16：日本企业并购数量统计示意图



资料来源：MARR Online (RECOF DATA)，华金证券研究所

（二）政策法规放松、行业经营困境推动并购潮

1. 政策法规放松推动并购潮

日本第二次并购浪潮宏观成因主要为：

- (1) 交易管制的放松，并购相关法律以及会计制度、税收制度逐步完善；
- (2) 经济制度中的企业关系、企业与银行关系，企业与员工关系开始变化；
- (3) 整体金融环境逐步宽松，特别是 2001 年至 2006 年的量化宽松。

表 1: 日本 1990 年末期至 2000 年代中期的第二次并购浪潮宏观成因

并购浪潮成因	具体方面	详细信息
交易管制的放松以及并购相关法律的完善	企业合并 法制	1997 年反垄断法修正案解除对持股公司的禁令
		1999 年商法修正案确立了股票交换和股票转移制度, 股票可以作为并购支付手段, 也可对少数股东股票进行强制性转让
		1999 年产业活力再生特别措施法、2000 年民事再生法使企业存在并购动机
		2001 年商法修正案设立公司分离制度
		2003 年修订公司再生法和产业活力再生法, 简化组织重组手续
		2006 年实行新公司法, 对组织重组、企业并购等领域的管制放松
	2007 年解除三角合并禁令, 企业可食用母公司股票作为并购支付手段	
	会计制度	1999 年引入连结会计和时价会计制度, 提升企业财务透明度
	税收制度	2001 年创立企业组织再编税制, 明确组织重组方面的税收规定。
		2002 年设立连结纳税制度, 法人税的计算由个体企业为对象转为以企业集群为对象
经济制度变化	企业关系	企业间相互持股在总体上消退 外资及国内机头投资者持股比例增加, 推升对 ROE 需求
	银行关系	90 年代末银行财务改善, 制约并购的主银行制度逐步退出
	雇佣关系	逐步由年功型转为雇佣型, 雇佣流动性提升
宽松金融环境	1999 年起金融环境逐渐宽松, 特别是 01 年至 06 年的量化宽松	

资料来源:《日本企业的并购 (M&A) 其时间序列特征与决定因素》, 华金证券研究所

其中的重要影响在于产业活动再生法及产业再生机构。产业活力再生法于 1999 年出台, 法案出台 10 年审核通过 492 宗重组, 裁员超 10 万人。2003 年政府投入 10 万亿日元创设 IRCJ, 支持濒危企业, 帮助企业达到《产业再生法》标准。

另外日本鼓励企业重组, 制定财税优惠政策。允许重组企业出资/融资额的 70% 作为损失准备计入未来损失 (计入年限为 10 年), 减轻企业税收负担。

表 2: 产业活力再生特别法及其修订

时间	政策变动	政策内容	备注
1999 年	出台《产业活力再生特别措施法》	需重组企业提交 3 年规划, 通过政府审查的企业享受注册税优惠	法案出台 10 年审核通过 492 宗重组, 裁员超 10 万人
2009 年	国会通过修正案	简化审核程序	
2011 年	再次修订	进一步简化并购手续, 设立专项长期贷款制度	2011 年财政计划中确保 1000 亿日元用于企业重组贷款
2013 年	制定《产业竞争力强化法》, 取代上述法案	促进企业在 5 年内集中进行重组和设备投资	

资料来源:《产业重组: 日本的经验及对我国的启示》, 华金证券研究所

表 3: 产业活力再生机构

时间	机构	政府作用	职能	意义
2003 年	IRCJ	出资 10 万亿日元创设, 运营中进行监管和控制	前 2 年收购濒危企业债权, 后 3 年帮助企业发展达到《产业再生法》标准	在企业经营恶化早期帮助重组, 并遏制银行不良贷款扩大化
2009 年	企业再生支援机构	政府和金融机构出资 100 亿日元	同 IRCJ	

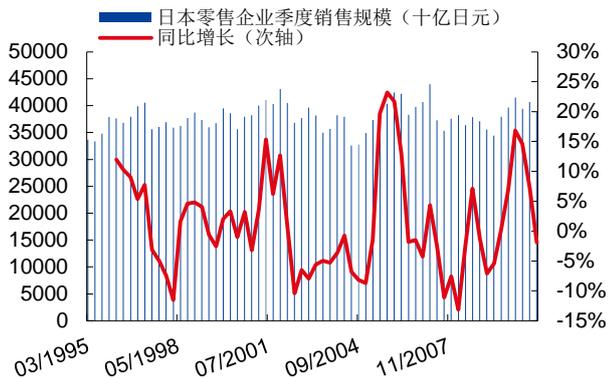
INCJ 政府出资 920 亿日元, 引入民间资本 100 亿日元, 决策权交由民间投资机构 推进高新技术及专利产业化

资料来源:《产业重组: 日本的经验及对我国的启示》, 华金证券研究所

2. 零售经营困境推动并购潮

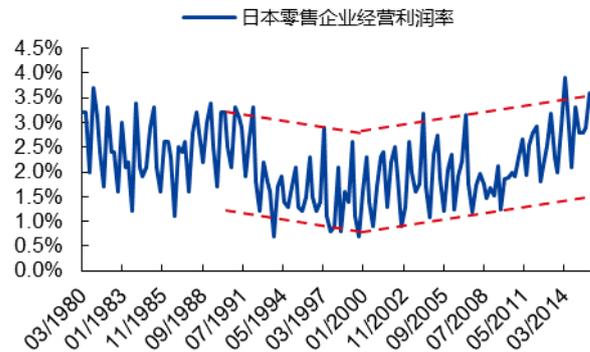
经营困境推动零售集中度提升。第二次并购潮前后, 零售销售受两次危机影响。2002 年中至 2005 年初, 连续 3 年零售销售负增长。2005 年起, 日本批发零售破产宗数快速提升。2005 年前后, 企业经营处于困境, 为日本零售市场提供大量并购供给, 推动零售集中度较快提升。

图 17: 并购潮前后日本零售企业销售规模



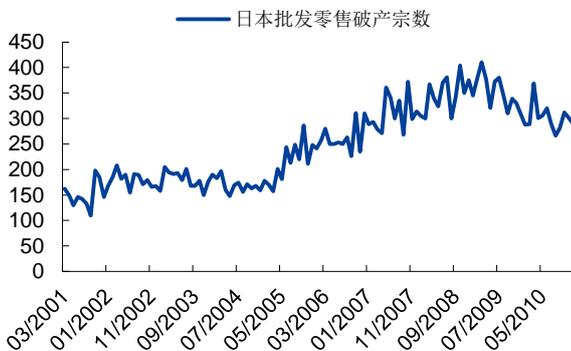
资料来源: 日本财务省, 华金证券研究所

图 18: 并购潮前后日本零售企业营业利润规模



资料来源: 日本财务省, 华金证券研究所

图 19: 并购潮前后日本批发零售破产宗数



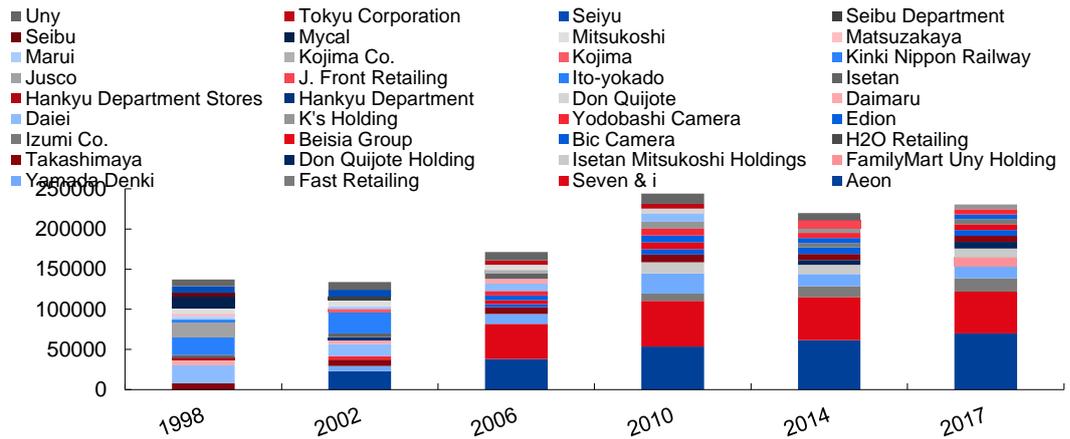
资料来源: 日本帝国数据库, 华金证券研究所

(三) 并购助力日本头部零售企业市占率提升

日本零售企业逐步合并出现巨头。1998 年至 2010 年日本前 15 零售企业零售收入较快提升。

分公司看, 2017 年日本零售巨头为永旺控股、Seven & i 控股。永旺控股可追溯至 Jusco, 1998 年收入排名第 3 位; Seven & i 控股还是单独的 Ito yokado。

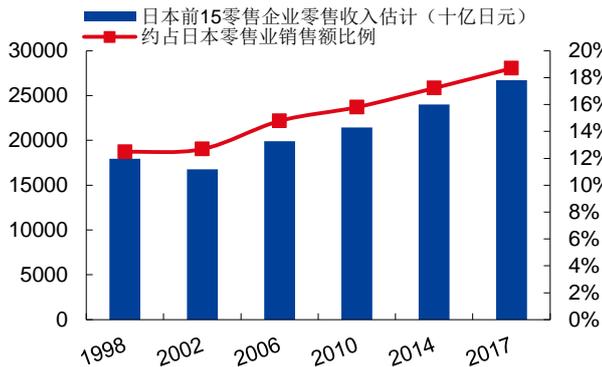
图 20: 日本前 15 零售企业零售收入情况 (百万美元)



资料来源: 德勤, STORES, 华金证券研究所

日本零售企业逐步合并, 推动零售企业集中度提升。前 15 零售企业零售收入占日本零售业销售额比例, 由 2002 年的 12.7% 提升至 2017 年的 18.7%。前 10 零售企业零售收入占比由 10.8% 提升至 16.2%。

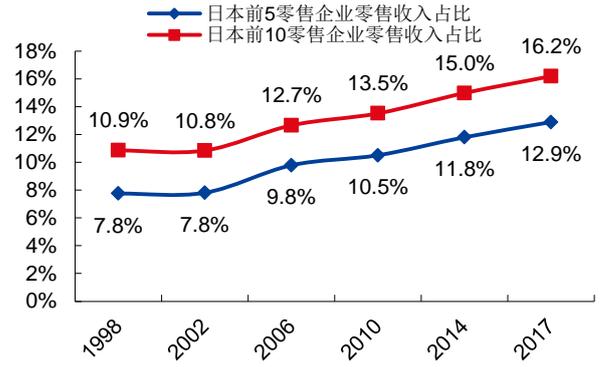
图 21: 日本前 15 零售企业零售收入情况



资料来源: 德勤, STORES, 日本央行, 华金证券研究所

注: 由于前 15 零售企业中含有非上市公司, 无法剔除海外收入; 采用年平均汇率进行换算。

图 22: 日本零售前 5、前 10 营收占比估计



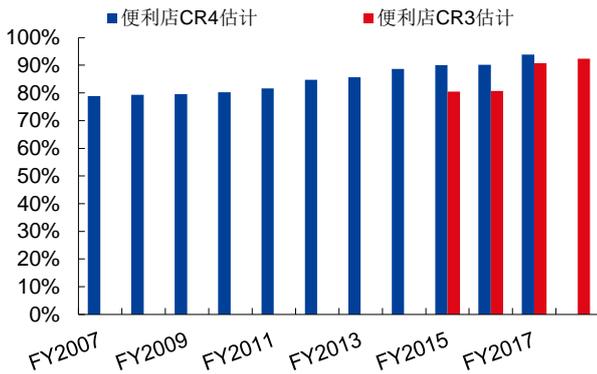
资料来源: 德勤, STORES, 日本央行, 华金证券研究所

注: 由于前 15 零售企业中含有非上市公司, 无法剔除海外收入; 采用年平均汇率进行换算。

2007 财年以来, 便利店、百货店集中度提升。便利店集中于龙头的品牌、供应链优势。龙头 SevenEleven 市占率由 2007 财年的 34.1% 提升至 43.7%。

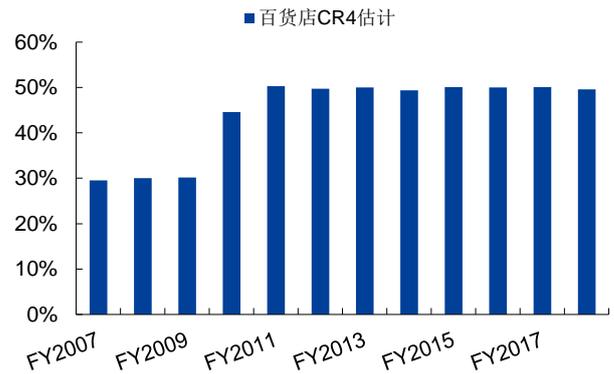
百货店集中于 2008 年经济危机后的行业业绩下滑, 部分企业开始抱团取暖。2008 财年经济危机影响消费信心, 百货典型企业营业利润大幅下滑, Isetan (伊势丹) 与 Mitsukoshi (三越) 合并。

图 23：日本便利店集中度估计



资料来源：Seven&i 公司官网，华金证券研究所

图 24：日本百货店集中度估计



资料来源：Seven&i 公司官网，华金证券研究所

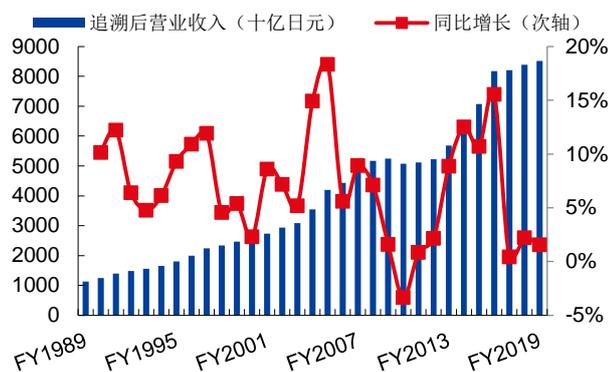
三、典型日本零售龙头的路径

（一）永旺集团：持续并购助力增长的多业态零售企业

永旺集团是多业态的日本零售巨头。1989 年集团由原 Jusco 整合设立。2001 财年公司正式确立为永旺集团。2018 财年，永旺旗下拥有近 300 家子公司，和 20 多个股权法附属公司。

2001 财年公司进行改制整合。收购日本八佰伴 (MaxValu)，上海佳世客，并将部分集团部分并入上市部分，推动 FY2001 规模快速提升。整合后，营收规模较整合前提升 77%。

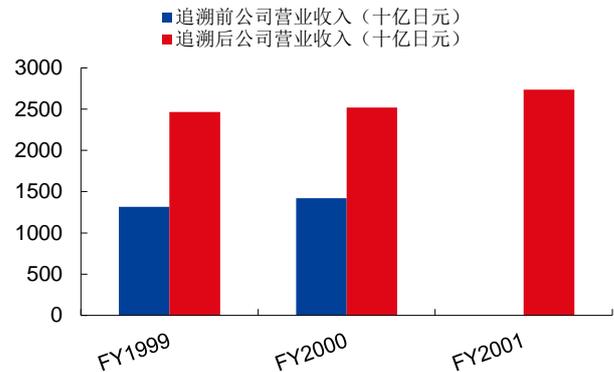
图 25：永旺集团营业收入情况



资料来源：AEON 官网及公告，华金证券研究所

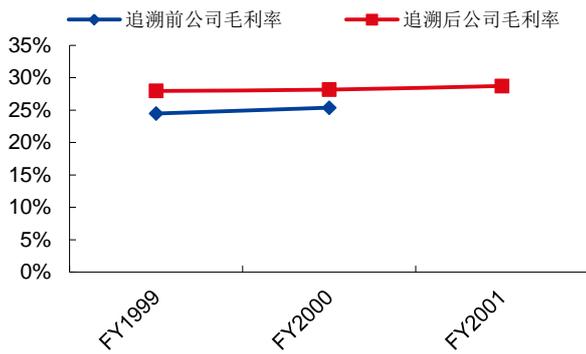
注：AEON 财年自上年 3 月起至当年 2 月，FY1996 前后营收口径有些许差异，已追溯 FY2000 重组业绩。

图 26：公司改制前后营业收入



资料来源：AEON 官网及公告，华金证券研究所

图 27：公司改制前后毛利率



资料来源：AEON 官网及公告，华金证券研究所

永旺集团合并口径的变化主要在 2001 财年至 2007 财年。以扩张**百货、超市、婴童、餐饮、家具家居**等零售业态为主。

表 4：永旺集团的主要兼并整合历程

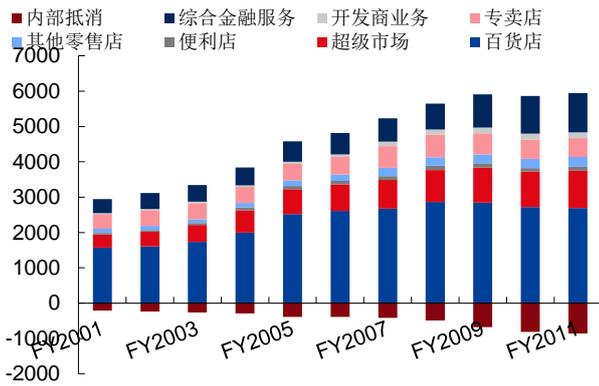
	主要收购股份合并	备注
FY2001	更生会社(株)ヤオハン	合并日本八百伴，扩大百货业务规模
	上海佳世客有限公司	扩大对中国出口业务
FY2002	(株)マミー	合并 MOMMY，扩大婴童教育业务线
	平田ショッピングセンター(株)	合并平田购物中心，扩展购物中心渠道布局
FY2003	(株)ハロー	Hello 公司是专注于猪排、乌冬面的餐饮连锁公司
	マックスバリュ北海道(株)	合并 Maxvalu 北海道公司，持续整合其日本业务
FY2004	更生会社(株)マイカル	合并大阪市综合超市 Mycal，收购总部、九州岛公司、配送中心、面包公司、产品研究所等
	(株)ジャパンメンテナンス	合并经营家具及室内维修的日本维修有限公司
	デリカ食品(株)	合并经营自有品牌肉制品、配菜的小牧市德利卡食品
	(株)サンパーク	合并主要经营食品特许经营店的 Sunpark
FY2005	(株)マックスバリュ名古屋	合并 Maxvalu 名古屋公司，持续整合其日本业务
	(株)タワーズ	
FY2006	イオンマルシェ(株)	合并永旺马尔凯公司，即日本家乐福
	オリジン东秀(株)	合并经营便当销售、餐馆业务的 Origin 东秀
FY2007	The J. Jill Group, Inc.	扩展美国服装销售业务
	(株)ダイヤモンドシティ	合并经营购物中心的钻石城有限公司
	(株)サンデー	合并家具日用品连锁店 Sunday
FY2013	株式会社イオン銀行	合并永旺银行，扩展金融服务业务
FY2014	株式会社ダイエー	合并 2010 年零售收入排名第 6 的大荣公司
FY2015	株式会社マルエツ	合并关东区连锁超市 Maruetsu

资料来源：AEON 官网及公告，子公司官网，维基百科，华金证券研究所

合并子公司数量增长。2001 至 2007 财年并购及区域整合持续进行。提升最快的是 2013 年与 2014 年，分别整合了永旺银行股份有限公司及 2010 年零售收入排名第 6 的大荣公司。

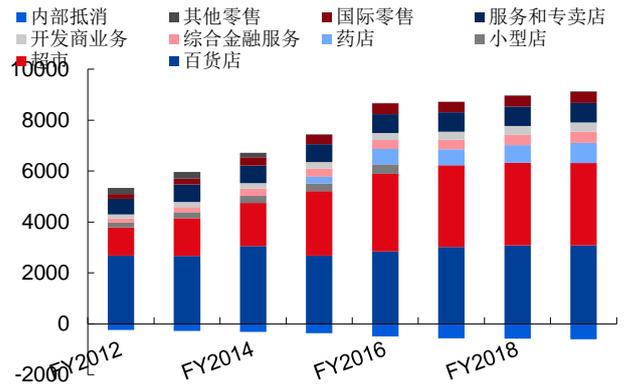
大量且较为持续的整合并购，助力公司多业态业务持续增长。存在并购的 FY2001 至 FY2007、FY2013 至 FY2016 实现营收年复合增速 11%，高于没有并购时的 4%。

图 28: FY2012 年前永旺集团分业务营业收入 (十亿日元)



资料来源: AEON 官网及公告, 华金证券研究所

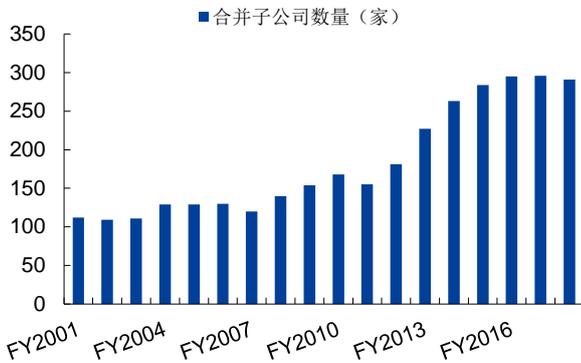
图 29: FY2012 年后永旺集团分业务营业收入 (十亿日元)



资料来源: AEON 官网及公告, 华金证券研究所

注: FY2014、FY2015、FY2017 口径存在变化。

图 30: 永旺集团合并子公司数量



资料来源: AEON 官网及公告, 华金证券研究所

市占率角度, 永旺集团典型子公司市占率基本平稳。百货店、超市及便利店典型子公司市占率基本平稳。

并购助力永旺集团市占率提升。2005 财年后, 永旺集团规模增长主要源于超市业态、药店、专业店等其他业态。其中超市业态主要子公司数量由 2008 财年的 13 家增长至 26 家, 药店主要子公司由 7 家增长至 10 家。并购助力公司多业态发展, 2018 财年, 集团日本营业收入约为日本零售市场零售额的 5%。

图 31: 永旺集团典型子公司市占率估计

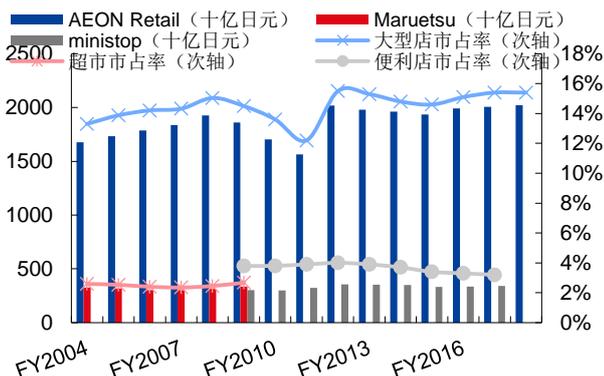


图 32: 永旺集团整体日本营业收入及零售市占率估计



资料来源: Seven&i 公司官网, 日本经济产业省, 华金证券研究所

资料来源: AEON 官网及公告, 日本经济产业省, 华金证券研究所

注: AEON Retail 对应大型店, Maruetsu 对应超市, ministop 对应便利店。

(二) Seven & i: 内生增长为主, 并购为辅, 多业态共同发展

Seven & i 是以内生增长为主的便利店集团。Seven & i 前身为 Ito yokado, 于 2006 财年改制重组。重组后, 旗下主要公司包括 Seven-Eleven Japan、Ito-Yokado、Denny 's Japan。2005 年, 集团美国子公司 7-Eleven 完成私有化, 并于 2007 财年并表。

近年来, 集团营收规模先下降后回升。FY2007 年子公司并表, 推动 FY2007 年集团营收快速上行。金融危机加剧便利店市场竞争, FY2009 至 FY2012 便利店营收下降影响集团营收规模。其后, 自有品牌 Seven Premium 等推动内生增长及渠道扩张, 带动便利店收入重新上行。

图 33: Seven&i 集团营业收入及其增长

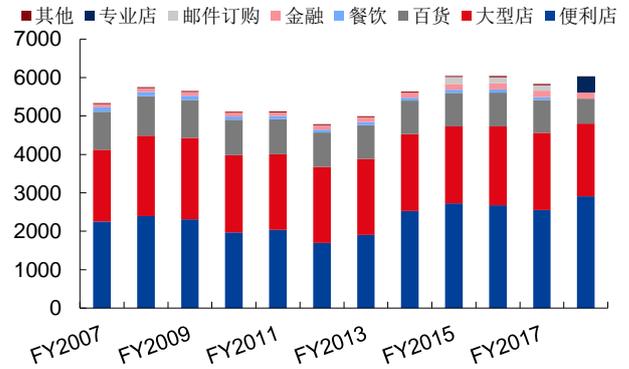


资料来源: Seven&i 公司公告, 华金证券研究所

注: FY2007 起合并美国 711 利润表, FY2012、2014 均有会计口径变化。

Seven&i 财年自上年 3 月起至当年 2 月。

图 34: Seven&i 集团分业务营业收入（十亿日元）



资料来源: Seven&i 公司公告, 华金证券研究所

注: FY2012、2014 均有会计口径变化。

Seven & i 成立后, 日本国内业务主要在于 (1) 整合集团内部资源; (2) 并购加强多业态及多品类供应链资源。另外, 并购模式助力美国 7-Eleven 进行跨区域扩张。

表 5: Seven&i 主要收购整合历程

时间	事件	备注
	Seven & I Holding 成立	S&i 集团主要拥有公司 Seven-Eleven Japan、Ito-Yokado、Denny's Japan
FY2006	私有化 7-Eleven Inc	将美国南方公司演变的、纽交所上市的美 711 完全私有化, 避免零售全球化下的同业竞争
	收购整合 Millennium Retailing	该公司旗下拥有 Sogo、Seibu 百货店, 通过股份交换收购
	收购整合 York-Benimaru	整合集团旗下专注食品的超市, 通过股份交换收购
FY2007	收购 White Hen Pantry	拓展美国 711 便利店门店数量
	收购 Loft	扩展公司家居零售渠道
	收购 Akachan Honpo	扩展公司母婴业务渠道
FY2008	成立 Seven&I Food System	由 Denny's Japan、Famil 以及 York Bussan K.K 合并成立, 整合集团内食品供应链
	收购 FUJIKOSHI	FUJIKOSHI 是一家食品超市, 扩展公司便利店业务

	成立 SEVEN & i FINANCIAL GROUP	整合集团旗下金融相关业务
FY2009	成立 Sogo & Seibu 成立 Seven Internet Lab	合并 Sogo、Seibu，整合原 Millennium Retailing 的百货业务 整合集团旗下 IT 相关业务
FY2010	与 Ain Pharmacies 进行股权合作 与 PIA Corporation 进行股权合作 收购 New England Pantry	加强公司药品药店运营资源，成立 Seven Health Care 加强公司音乐、体育、电影行业资源 持续拓展 7-Eleven 北美渠道
FY2011	与 Tower Record Japan 进行股权合作 成立 Seven & i Asset Management	加强公司音乐、体育、电影行业资源 整合集团旗下固定资产业务
FY2012	与 Credit Saison 进行全面战略合作 与 Kinsho Store 进行股权合作	增加公司信用卡决算业务，成立 Seven CS Card Service 扩展公司大阪、奈良食品超市渠道
FY2013	合并 K.K. York Insurance. 收购 Financial Consulting & Trading International, Inc. 收购 Tetco, Inc. 门店 收购 Handee Marts, Inc.	合并 Seven Financial Service 与 K.K. York Insurance.，继续整合旗下金融服务业务 助力集团旗下金融业务公司海外开拓 ATM 点位 美国 7-Eleven 持续拓展美国 711 渠道 持续拓展 7-Eleven 北美渠道
FY2014	收购 Barneys Japan 45% 股权 收购 Nissen Holding 集团	扩展日本国内奥特莱斯及购物中心渠道 扩展日本邮购渠道，增强公司日用品和服装资源
FY2015	收购并表 Barneys Japan 收购 PT Abadi Tambah Mulia Internasional	扩展日本国内奥特莱斯及购物中心渠道 扩展印度尼西亚的 ATM 渠道网点
FY2016	收购 TFS Newco 等公司	美国 7-Eleven 持续拓展北美渠道数量
FY2017	收购 CST Brands, Inc. 门店	美国 7-Eleven 持续拓展北美渠道数量
FY2018	收购千余家 Sunoco LP 旗下门店	美国 7-Eleven 持续拓展北美渠道数量

资料来源: Seven&i 公司公告, 各公司官网, 维基百科, 华金证券研究所

Seven & i 主要并购于 07 年前及 17 年后。2006 财年，进行美国 7-Eleven 私有化。2007 财年，收购百货店 Sogo、Seibu，家居店 Loft，以及北美便利店 White Hen。2017 财年及 2018 财年，分别收购北美 CST Brands, Inc. 及 Sunoco LP 门店，持续扩展北美 711 渠道数量。

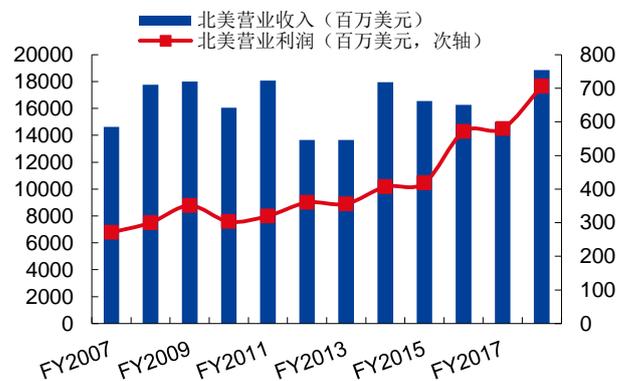
依靠内生及依靠并购取得不同增速。依靠内生增长，日本区域营业利润平稳增长，FY2010 至 FY2017 年复合增速约 6%。依靠外延并购，北美地区实现 FY2010 至 FY2017 营业利润年复合增速约 11%。

图 35: Seven&i 日本区域营收利润



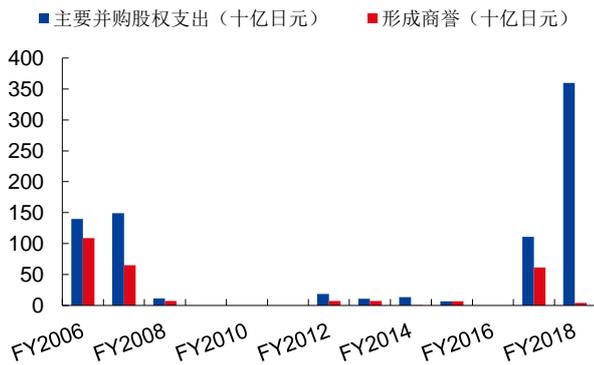
资料来源: Seven&i 公司公告, 华金证券研究所

图 36: Seven&i 北美区域营收利润



资料来源: Seven&i 公司公告, 华金证券研究所

图 37: Seven&i 主要并购支出



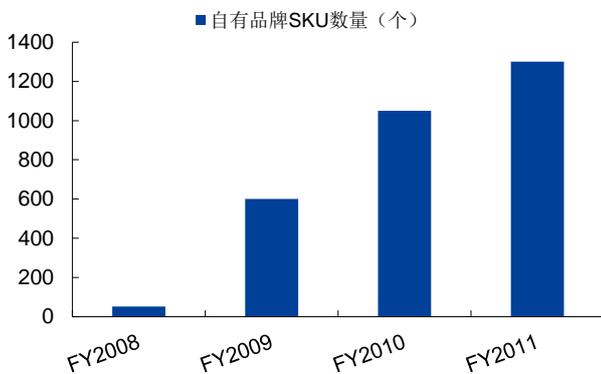
资料来源: Seven&i 公司公告, 华金证券研究所

注: 由于公告口径调整, 存在偏差。

便利店行业及自有品牌推动 Seven & i 日本内生增长。(1) 百货及大型店增长空间有限。(2) 日本便利店业态保持较快规模扩张。(3) 优秀的自有品牌降低公司并购需求。公司坚持自有品牌产品创新, 使 2008 年经济危机后自有品牌产品逐步贡献业绩, 2016 财年自有品牌占门店销售额比例约 23%, 优秀的自有品牌降低公司并购需求。

自有品牌产品力巩固便利店龙头地位。2018 财年集团日本便利店市占率提升至近 40%。

图 38: Seven&i 自有品牌商品 SKU



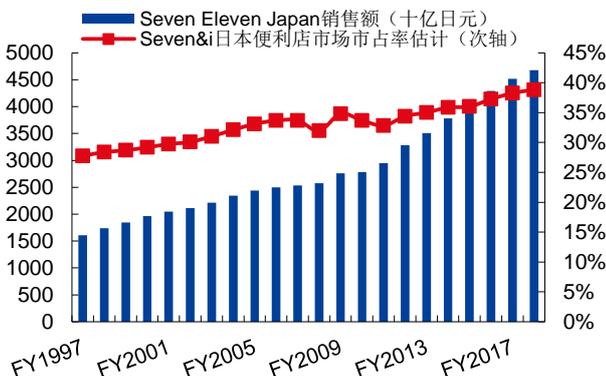
资料来源: Seven&i 公司公告, 华金证券研究所

图 39: Seven&i 自有品牌销售额占比



资料来源: Seven&i 公司公告、公司官网, 德勤, 华金证券研究所

图 40: Seven&i 日本便利店市占率估计

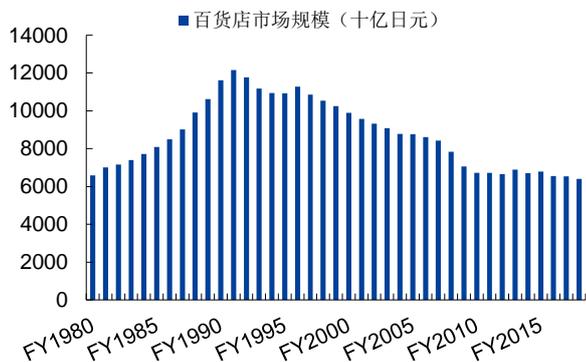


资料来源: Seven&i 公司公告、公司官网, 日本经济产业省, 华金证券研究所

（三）三越伊势丹：百货龙头的合并求存

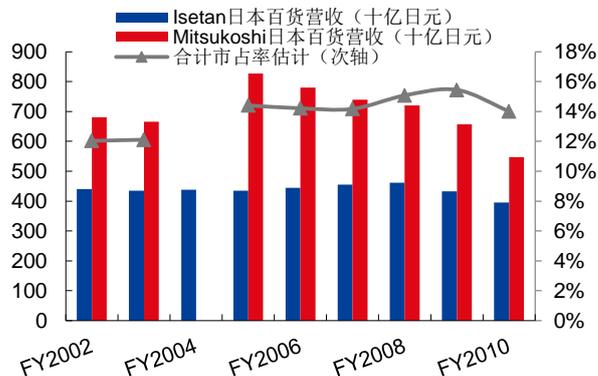
三越伊势丹是日本的百货龙头。日本百货渠道市场规模逐步收缩，2009 财年三越及伊势丹合并。完成整合后，三越伊势丹基本维持 16%左右的日本百货市场市占率。由于百货规模依靠客流及渠道数量，整合后市占率未见明显提升。

图 41：日本百货店市场销售规模



资料来源：日本经济产业省，华金证券研究所

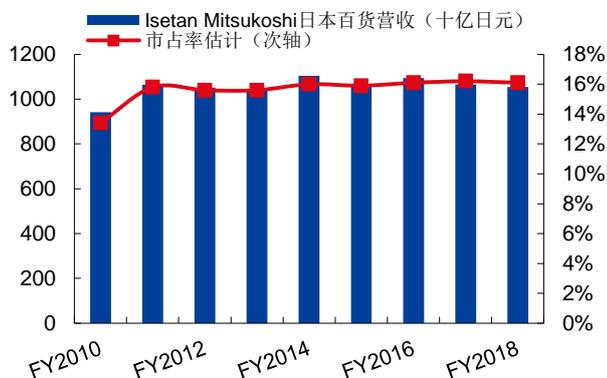
图 42：合并前三越、伊势丹日本百货营收及市占率



资料来源：Seven&i 公司官网，日本经济产业省，华金证券研究所

注：该集团财年为前一年 4 月至当年 3 月。

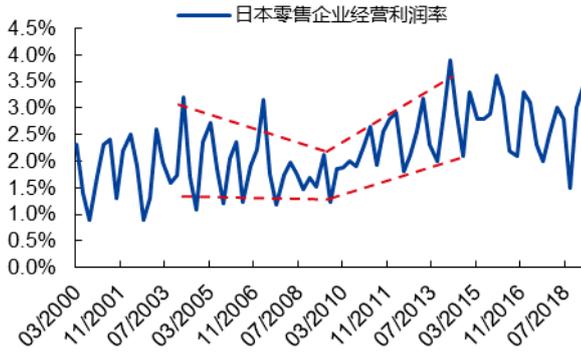
图 43：合并后三越伊势丹日本百货营收及市占率



资料来源：华金证券研究所

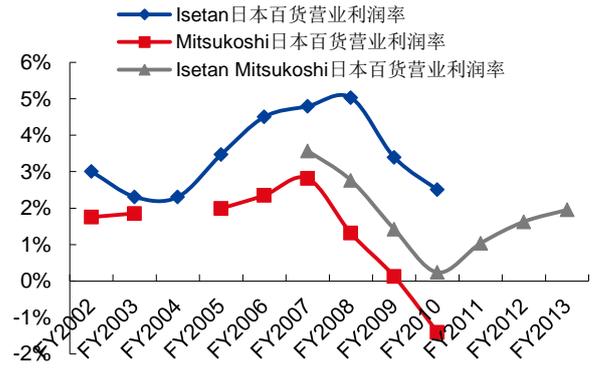
三越伊势丹日本百货营业利润率自 2011 财年起企稳回升。(1) 2010 年来日本零售业经营利润率有所恢复。(2) 集团于 2009 财年整合，其后进行子公司、系统运营、销售、信用卡业务的整合，供应链资源运用更为有效。(3) 2010 财年主要受东京地震及核电站危机影响，财年下半年已现复苏迹象。

图 44：2000 年之后日本零售企业经营利润率情况



资料来源：日本财务省，华金证券研究所

图 45：三越伊势丹日本百货营业利润率



资料来源：IMHDS 公司公告，Seven&i 公司官网，华金证券研究所

（四）动因分析：并购未能推动利润率提升，扩大规模提升竞争力

1. 并购未能明显推动利润率增长

并购未能明显推动利润率增长。典型公司方面，永旺集团较多并购并未明显改善公司毛利率、净利率，FY2014 收购大荣反而使利润率承压；Seven & i 2010 财年后利润率提升主要源于高毛利率的自有品牌食品占比提升；三越伊势丹的利润率回升与经济增速同样有关。行业方面，日本零售业利润率受 GDP 增速影响。

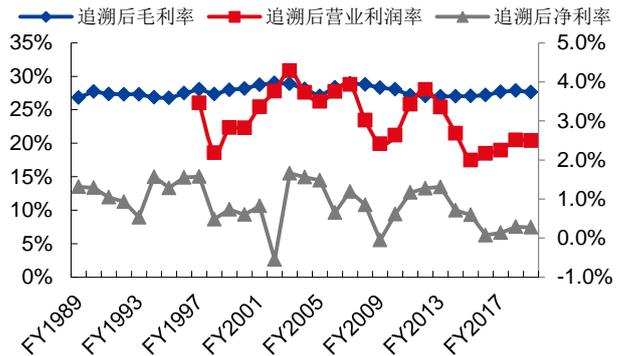
海内外其他数据得出同样结论。据《中国零售业并购》，凯尼公司数据显示，70%合并没有达成预期目标，50%并购使合并后利润下降。国内 01~04 年的大部分零售业并购未能提升企业绩效。

图 46：日本零售企业经营利润率及 GDP 增速



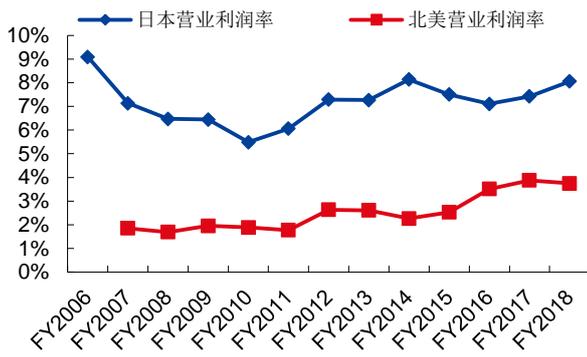
资料来源：Wind，国家统计局，日本财务省，华金证券研究所

图 47：永旺集团追溯后利润率



资料来源：AEON 公司官网及公司公告，华金证券研究所

图 48: Seven & i 分区域营业利润率



资料来源: Seven&i 公司公告, 华金证券研究所

2. 并购扩大规模提升竞争力

虽然并购未能明显推动利润率增长, 但零售企业仍然会进行并购。主要原因在于: (1) 扩大销售规模: 规模经济在零售业中有效, 更大的规模将提升上下游议价能力, 保证零售企业销售竞争力。

(2) 高市占率带来定价权: 若区域零售市场市占率较高, 零售市场偏向寡头或是垄断市场, 定价权将贡献较高利润率。

(3) 快速扩张渠道: 零售网点的建立需要时间, 消费者到店消费的习惯需要培养, 并购可较大程度减少网点培育时间, 加快零售企业扩张速度。

(4) 跨区域获取资源: 零售商链接供应商 (品牌商) 及消费者, 若品牌商或供应商使用区域经销制度, 则并购可以解决零售商跨区域扩张面临的供应链缺失问题。

三方面因素推动日本零售并购潮。

(1) 零售经营困难: 2002 至 2006 年正值日本零售增速放缓的时期, 连续 3 年零售销售负增长, 2005 年起零售破产数量大幅增加。

(2) 具备并购实力: 1998 年起日本前十零售企业收入占比超过 10%, 零售企业具备并购实力。

(3) 政策经济环境变化: 为促进经济回暖, 日本修订民事再生法, 并放松一系列并购相关规定, 并鼓励企业进行并购整合。企业与企业、银行、员工等的关系变化, 也为并购奠定基础。

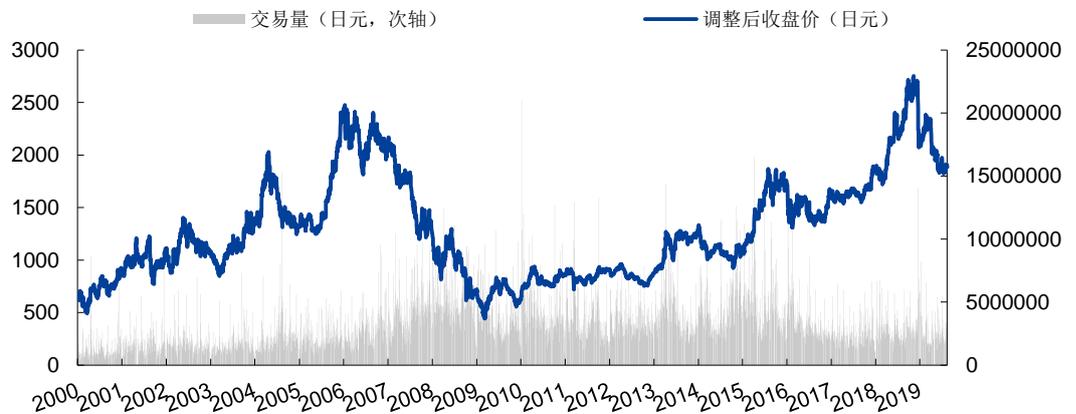
3. 并购及预期推动股价上行

并购及预期推动股价上行。虽然并购不会明显推动利润率上行, 但是并购年度股价中长期增长向好, 并购推升规模增长被二级市场投资者认可。典型日本公司股价走势显示, 并购及其预期将推动股价长期上行。

永旺集团 2001 财年至 2007 财年并购日本八百伴、Mycal、日本家乐福等, 2013 财年至 2016 财年, 收购永旺银行、大荣等, 并购对应时段内股价长期增长。

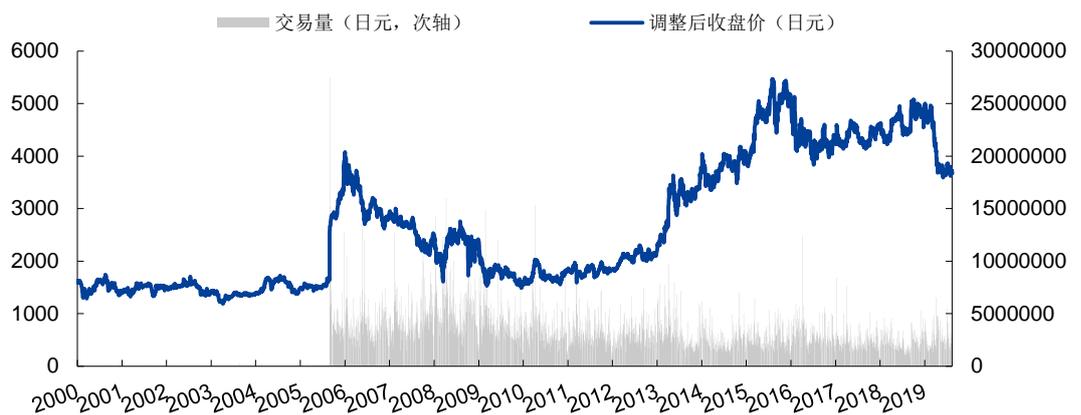
Seven&i 集团 2006、2007 财年私有化美国 711、收购 Sogo、Seibu，股价短时间内大幅上行。至 2013 财年公司基本完成内部资源整合，逐步开始外延并购扩张，再度推动股价长期上行。

图 49：永旺集团股价走势



资料来源：雅虎，华金证券研究所

图 50：Seven & i 集团股价走势



资料来源：雅虎，华金证券研究所

四、并购助力国内零售行业集中

（一）国内零售各业态增速放缓，集中度加速提升

长期来看，随着社零增速放缓，国内零售渠道增速放缓。百货、超市、专业店增速均由 20% 左右放缓至目前的低个位数。2019 年来超市维持较高增速，百货、专业店增速有所回暖。

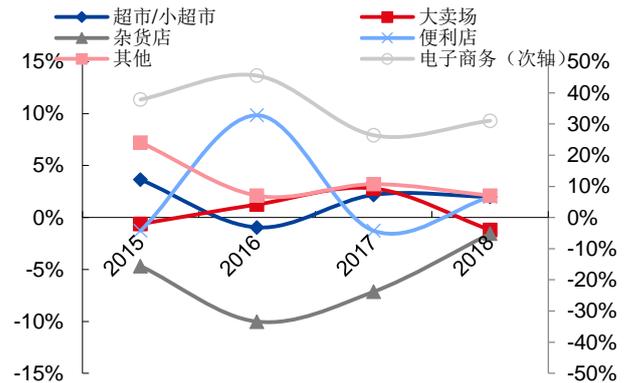
电商冲击传统零售、品牌商的区域经销体系，以更具性价比和便利性的商业模式取得快速增长。快消品类中，除电商渠道保持 35% 左右增长外，线下渠道增速多在低个位数。

图 51: 重点流通企业分业态销售额增速



资料来源: Wind, 商务部, 华金证券研究所

图 52: 国内快速消费品城镇分渠道销售额增速

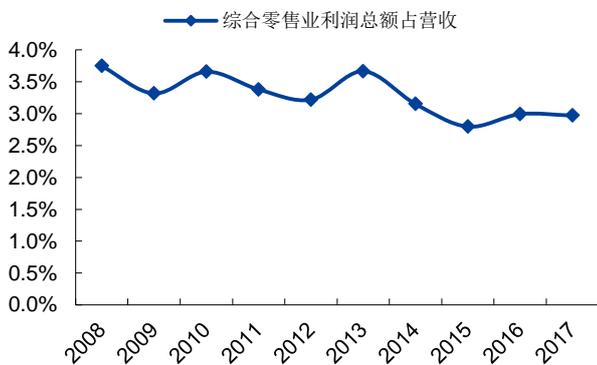


资料来源: 凯度, 华金证券研究所

电商冲击下, 国内零售业经营利润率有所降低。整体来看, 综合零售业利润总额占营收比例已由 2008 年的 3.8% 降至 2017 年的 3.0%。

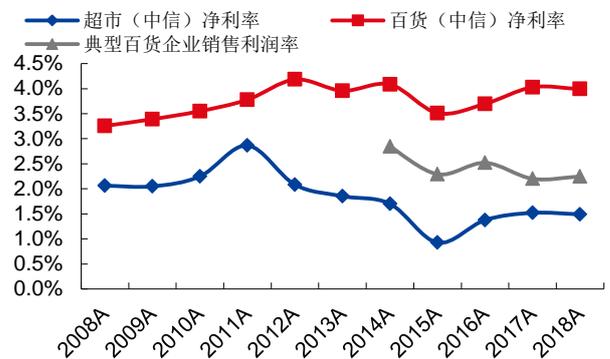
上市公司层面, 百货利润率维持较好, 超市利润率降低。受快消品类线上渗透加剧影响, 线下超市行业净利润已有 2008 年的 2.0% 降至 2018 年的 1.5%。另据中国百货商业协会, 以 2017 年数据为基准, 百货利润率由 14 年的 2.8% 降至 2018 年的 2.2%。百货上市公司利润率较高源于多业态发展, 涉足超市、电器、汽贸、地产等业务。

图 53: 国内综合零售业及百货行业利润率



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

图 54: 超市及百货行业上市公司净利率



资料来源: Wind, 中国百货商业协会, 华金证券研究所

注: 中国百货商业协会数据口径持续变化, 百货利润率以 2017 年口径及各年度变化进行推算。

随着电商规模快速扩张, 国内零售集中度较快提升。自 2010 年以来, 零售十强占社零比率开始逐步攀升, 已由 4.5% 左右提升至 12.4%。

线下连锁经营企业集中度重新回升。自 2017 年, 连锁经营十强占限额以上剔除石油汽车的零售额比例逐年上升。2018 年前十销售额占比恢复至近 14%。

国内零售集中度提升, 一是线上高集中度推动, 二是品牌集中助力, 三是零售企业开始不断并购整合。

图 55：中国零售百强前十名销售额占社零比例



资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，联商网，国家统计局，华金证券研究所

图 56：中国连锁经营前十名销售额占限额以上剔除石油汽车



资料来源：中国连锁经营协会，联商网，国家统计局，华金证券研究所

(二) 线上、品牌、并购三方面促使国内零售集中

1. 线上推动集中度较快上行

国内线上渠道零售占比快速增长。2015 年至 2018 年，线上占比由 13% 提升至 24%。

线上零售具有较高集中度。整体市场，淘宝、天猫、京东占据国内电商约 82% 的市场份额。B2C 市场，天猫京东占据电商 B2C 市场近 86% 的份额。

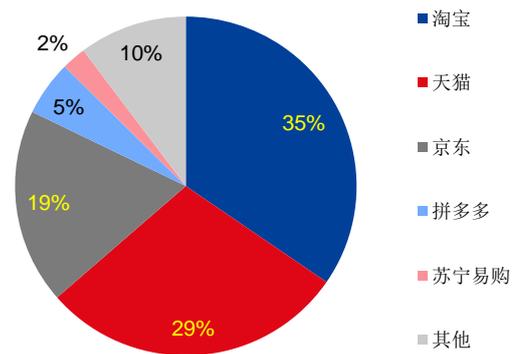
具有较高集中度的线上渠道占比提升，推动国内零售集中度上行。

图 57：国内网络零售销售额及占比



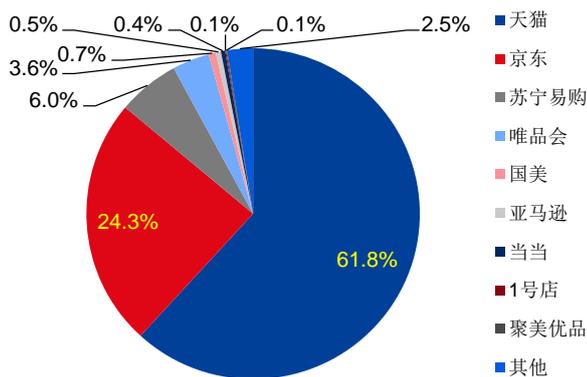
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 58：2018 年国内网络零售销售格局



资料来源：各公司公告，国家统计局，华金证券研究所

图 59：2019 年一季度国内网络零售 B2C 市场销售格局



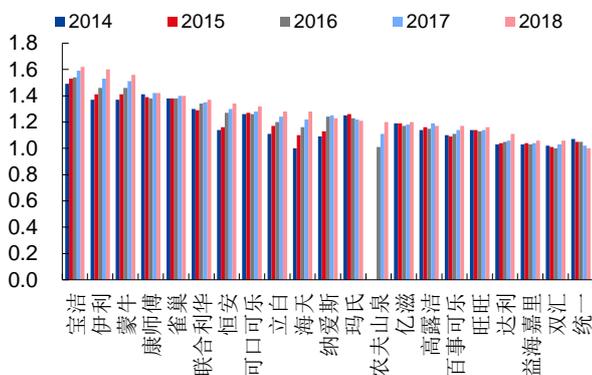
资料来源：易观，华金证券研究所

2. 品牌集中助力零售集中

供应链、产品质量、品牌口碑等优势，叠加电商渠道下沉，头部快消品牌覆盖面扩张。凯度数据显示，国内 21 个超 1 亿家庭购买的快消品品牌，近 5 年对应消费者家庭数量多数上行。21 个品牌中，有 19 个品牌对应消费家庭数量实现增长，7 个品牌消费家庭数量年复合增速超 3%。

零售商是商品和消费者的桥梁，品牌商覆盖面扩张，促进零售商向头部集中。其一是品牌商覆盖面提升，利好其合作伙伴，头部品牌商扩张将利好大中型零售商。其二是品牌商覆盖面提升后，有望提高中小零售商议价难度，促使零售商向更具供应链议价能力的头部集中。

图 60：国内年度超过 1 亿家庭购买品牌消费者数量（亿家庭）



资料来源：凯度，华金证券研究所

图 61：国内年度超过 1 亿家庭购买品牌 2018 年渗透率



资料来源：凯度，华金证券研究所

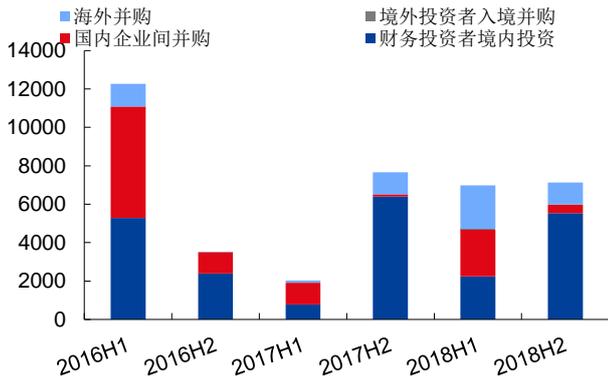
3. 线上线下零售并购推升集中度

近年来国内零售并购较为活跃。2018 年互联网零售并购交易额居零售并购第一。国内并购以财务投资为主，17 年下半年开始电商加快向海外投资扩张。

传统零售并购交易额仅次于互联网零售。近年来传统零售并购交易金额减少，主要源于大型交易的减少，行业保持较高的交易活跃度。国内传统零售并购主要以企业间并购为主，财务投资为辅。重大交易主要为互联网零售企业向线下并购渗透。

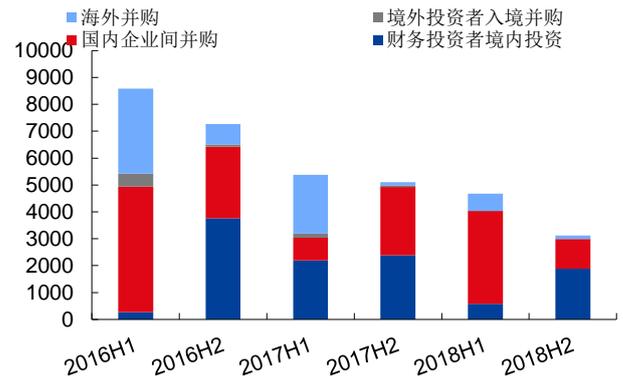
线上线下零售并购交易，推动集中度上行。

图 62: 中国互联网零售并购交易 (百万美元)



资料来源: 普华永道, 汤森路透, 投资中国, 华金证券研究所

图 63: 中国传统零售并购交易 (百万美元)



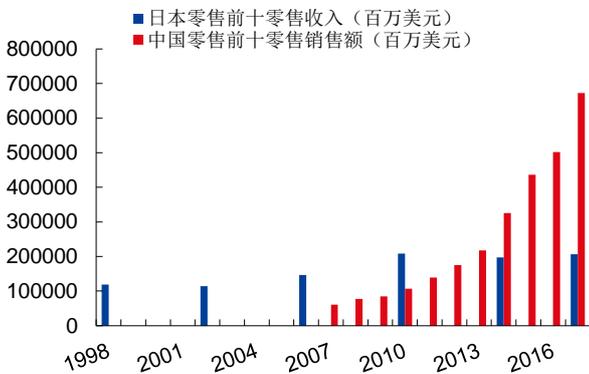
资料来源: 普华永道, 汤森路透, 投资中国, 华金证券研究所

(三) 典型线上线企业的零售布局

前 10 零售企业零售收入占比超过 10% 时, 龙头具备整合能力。对比日本零售集中度提升经验, 日本零售行业于 2000 年前后持续维持超过 10% 的前十零售企业收入占比。2001 年左右起, 在交易管制放松、并购制度完善等因素推动下, 零售整合加速, 集中度提升。

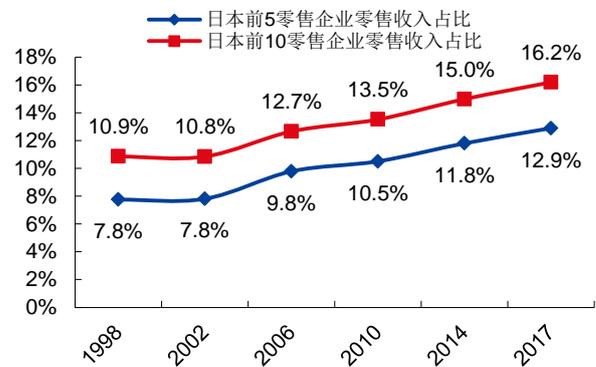
国内零售前十销售占比已于 2017 年超 10%, 零售龙头或开始具备行业整合能力。另外, 从量上看, 由于两国人口差异, 目前国内零售前十销售额已远超 2002 年日本零售前十收入。

图 64: 中日前十零售商规模对比



资料来源: 德勤, STORES, 中国商业联合会, 中华全国商业信息中心, 联商网, 国家统计局, 华金证券研究所

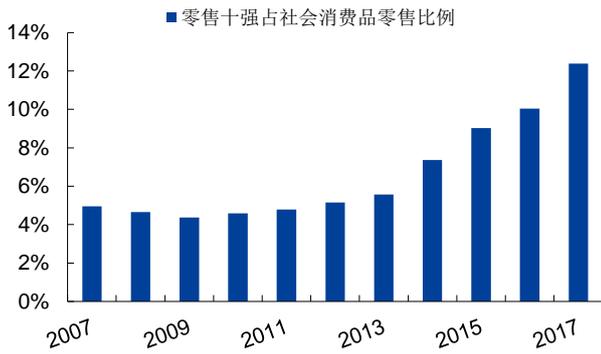
图 65: 日本零售前 5、前 10 营收占比估计



资料来源: 德勤, STORES, 日本央行, 华金证券研究所

注: 由于前 15 零售企业中含有非上市公司, 无法剔除海外收入; 采用年平均汇率进行换算。

图 66: 中国零售百强前十名销售额占社零比例



资料来源: 中国商业联合会, 中华全国商业信息中心, 联商网, 国家统计局, 华金证券研究所

国内零售市占率第一的阿里巴巴, 于 2017 年前后开启向线下零售的整合之路。阿里巴巴向线下渗透主要以取得较多话语权为主。目前阿里巴巴为银泰商业大股东, 三江购物、联华超市、高鑫零售等的二股东。阿里巴巴在零售行业的投资遍布百货、超市以及专业店。

表 6: 阿里巴巴集团的零售布局不完全统计

时间	零售企业	所处行业	级别	事件
2014 年 3 月	银泰商业	百货	/	阿里巴巴 53.7 亿港币入股银泰商业
2015 年 8 月	苏宁易购	专业店	战略投资	阿里巴巴 283 亿元战略投资苏宁
2016 年 11 月	三江购物	超市	战略投资	阿里巴巴 21.5 亿元战略投资三江购物 32% 股份, 成为第二大股东
2017 年 1 月	银泰商业	百货	私有化	阿里巴巴与沈国军以 198 亿港元购入银泰商业计划股, 成为控股股东
2017 年 5 月	联华超市	超市	战略投资	阿里巴巴向易果生鲜购入联华 18% 股权, 成为第二大股东
2017 年 8 月	易果生鲜	超市	D 轮	天猫注资易果生鲜 3 亿美元
2017 年 9 月	新华都	超市	股权转让	阿里超 5 亿元入股新华都, 持股 10%
2017 年 11 月	高鑫零售	超市	战略投资	阿里巴巴 224 亿港币入股高鑫零售, 持股 36%
2018 年 2 月	居然之家	专业店	战略投资	阿里巴巴投资 54.53 亿元, 持股 15%
2018 年 11 月	喜士多	专业店	战略投资	阿里巴巴 5 亿元入股喜士多, 持股 20%~24%
2019 年 3 月	逸刻便利	便利店	联合投资	百联集团与阿里集团联合投资 10 亿元打造新零售项目

资料来源: 艾媒咨询, 公司公告, 华金证券研究所

另一互联网巨头腾讯虽然与零售行业距离较远, 但在与阿里正面竞争推动下, 也于 2017 年下半年开始扩大零售行业投资。腾讯的零售投资主要以战略合作为主。对永辉超市、海澜之家、步步高公司, 腾讯的持股在 5% 左右。对美团、拼多多, 腾讯持股较高, 但由于同股不同权, 腾讯话语权有限。基于财务投资, 腾讯对零售行业的投资范围较阿里更为广泛。

表 7: 腾讯控股的零售相关布局不完全统计

时间	零售企业	所处行业	合作级别	事件
2016 年 8 月	京东	电商	战略投资	腾讯逐步增持京东股份, 2018 年持股约 17.8%
2017 年 10 月	美团点评	生活服务	战略投资	腾讯领投美团点评, 2018 年持 B 类股约 22%
2017 年 12 月	永辉超市	超市	股权转让	永辉超市实控人向腾讯转让 5% 股份
2017 年 12 月	唯品会	电商	Post-IPO	腾讯、京东联合投资 8.63 亿美元
2018 年 1 月	万达集团	商业地产等	战略投资	腾讯联合苏宁、京东等投资约 340 亿元
2018 年 2 月	海澜之家	专业店	战略投资	腾讯 25 亿元入股海澜之家, 持股 5.3%

时间	零售企业	所处行业	合作级别	事件
2018年4月	步步高	超市	战略投资	腾讯、京东战略入股，腾讯持股约6%
2018年4月	拼多多	电商	战略投资	腾讯领投C轮、D轮等，2018年持股约16.9%
2018年4月	华润万家	超市	战略合作	腾讯与华润集团签订战略合作协议，探索智慧零售、智慧城市等
2018年9月	天虹股份	百货	战略合作	腾讯与利群集团就零售数字化等领域达成合作

资料来源：艾媒咨询，公司公告，华金证券研究所

典型线下公司也在2017年之后加速了并购扩张步伐。

因此，我们认为，近年来，电商打破传统零售商品品牌商的区域经销模式，国内仓储物流效率提升夯实零售跨区域扩张条件。零售龙头具备全国性扩张条件，跨区域并购整合及扩张有望推动零售集中度较快提升。

表8：典型线下零售企业的并购扩张

实施主体	时间	标的公司	所处行业	事件
永辉超市	2017年12月	红旗连锁	超市	约9.5亿元收购红旗连锁12%股份
	2019年3月	中百集团	超市	要约收购，拟将持股比例由29.86%提高至不超40%
红旗连锁	2015年3月	红艳超市	超市	近2.4亿元收购竞争对手红艳超市
	2015年7月	互惠超市	超市	近3.5亿元收购竞争对手互惠超市
	2015年10月	乐山四海超市	超市	收购乐山四海超市，加速布局四川二线城市
家家悦	2019年4月	成都9010	超市	收购9010加快商务区扩展，并制作快捷食品的成都百威食品合作
	2017年12月	青岛维客	超市	3.44亿元受让青岛维客51%股权，快速扩张渠道布局
苏宁易购	2018年11月	福悦祥	超市	1.56亿元投资持有张家口福悦祥67%股权，尝试跨区域扩张
	2019年2月	万达百货	百货	收购万达百货全部37家百货门店
	2019年6月	家乐福中国	超市	以约48亿元等值欧元现金收购家乐福中国80%股份
苏宁小店	2018年4月	迪亚天天	超市	收购迪亚天天100%股权，加速苏宁小店上海落地
	2018年12月	果岸便利	便利店	收购果岸便利31家门店，实现西安地铁全覆盖
	2019年8月	利亚华南	便利店	收购控股OK便利的利亚华南，加速苏宁小店华南布局
物美控股	2013年10月	卜蜂莲花	超市	近29亿港元收购卜蜂莲花5家子公司并认购卜蜂莲花10%股权
	2014年12月	百安居	专业店	14亿元收购中国百安居70%股权
	2018年6月	乐天玛特	超市	14.2亿元收购乐天玛特21家门店
	2018年10月	邻家	便利店	收购邻家便利店全部的168家门店
	2019年3月	华润万家	超市	接管华润万家在北京的5家超市大卖场
	2019年6月	重庆商社	超市等	拟以增资方式持有重庆百货母公司重庆商社45%股权

资料来源：公司公告，投资界，联商网，新浪网，华金证券研究所

（四）中日零售存在差异，国内零售处于并购早期

中国零售趋势与2002年至2006年的日本存在差异。

(1) 国内零售前十占比主要由天猫、京东推动，第3至第10占比约为3%，电商公司营收占GMV较线下更低，龙头整合能力低于当年的日本。

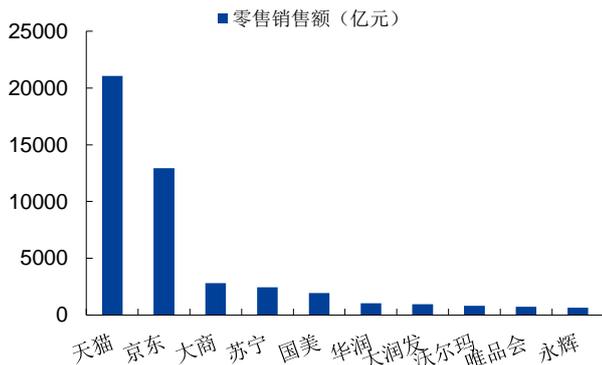
(2) 日本并购潮之前，2002至2005年日本零售行业销售规模持续4年收缩，使不少企业经营困难，形成破产潮，推动零售并购。国内零售渠道仍有增长，上半年超市、百货分别实现7.4%、1.5%，尚未出现零售企业利润大幅下降的态势。

(3) 日本并购潮之前，政府出台产业活力再生法等法律法规，并给予并购税收优惠，促进并购事宜。目前国内促进并购政策相对较少，尚未形成政策推动力。

(4) 目前国内零售多以单渠道为主，一是说明主要渠道仍有较好增长，暂时不需要进行大规模的多业态发展与尝试，二是说明企业尚未形成多业态并购整合的能力。

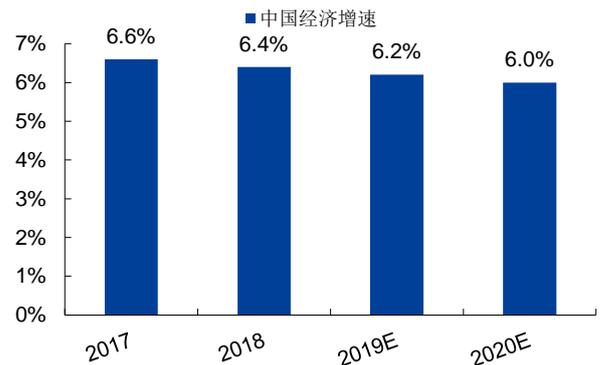
我们认为，虽然国内零售在电商推动下集中度提升，但是仍处于零售并购整合早期。随着经济、消费增速的逐步放缓，国内零售并购整合趋势将更加明显。

图 67：2017 年国内零售十强销售额



资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，华金证券研究所

图 68：中国经济增速预测



资料来源：IMF，华金证券研究所

日本典型零售龙头资本开支占营收约 5%。近年来，永旺、Seven&i 的资本开始占经营活动现金流比例分别约 100%、60%。永旺和 Seven&i 的资本开支占营收均在 5%左右。

国内电商已具备全国范围并购能力，单次收购规模最高可达 150 至 200 亿元。阿里、京东 FY2018 收入分别约 3768 亿元、2714 亿元，类比日本，单次收购规模预计可达 150 至 200 亿元。

线下零售商单次收购规模或可达 100 至 150 亿元。线下渠道头部零售商销售额约 2000 至 3000 亿元，类比日本，单次收购规模预计可达 100 至 150 亿元。

图 69：永旺集团资本开支占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 70：Seven & i 资本开支占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

五、建议关注标的

对比日本零售集中度提升经验，日本零售行业于 2000 年前后持续维持超过 10% 的前十零售企业收入占比。2001 年左右起，在交易管制放松、并购制度完善等因素推动下，零售整合加速，集中度逐步提升。国内零售前十销售占比已于 2017 年超 10%，零售龙头或具备行业整合能力。

电商打破传统零售商品牌商的区域经销模式，国内仓储物流效率提升夯实零售跨区域扩张条件。零售龙头具备全国性扩张条件，跨区域并购整合及扩张有望推动零售集中度较快提升。

建议关注电商龙头阿里，全国性、区域性超市龙头永辉、红旗、家家悦。

表 9：建议关注标的估值情况

证券代码	公司简称	公司股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PEG (倍)
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
BABA.N	阿里巴巴	164.54	4283.85	4.21	5.52	34.36	26.28	/
601933.SH	永辉超市	9.83	940.78	0.24	0.32	40.70	31.00	0.88
002697.SZ	红旗连锁	6.82	92.75	0.31	0.36	22.20	19.00	0.99
603708.SH	家家悦	24.15	146.93	0.81	0.92	30.00	26.40	/

资料来源：Wind，2019/8/23，华金证券研究所

注：国内公司 EPS 为华金证券研究所预测，PEG 的增速依据 2018 年至 2020 年预测 EPS 中位数增长计算。海外公司 EPS、PE 为 Wind 一致预期。

（一）国内电商龙头阿里巴巴

阿里巴巴是国内电商龙头，截止 6 月末的财年一季度，营收 1149 亿元，同比增长 42%，归母净利 214 亿元，同比增长 146%。阿里巴巴拥有淘宝及天猫两个电商零售平台，在持续十多年的快速增长中与一二线品牌及海外品牌维系良好的合作关系，并且拥有支付宝、饿了么等，投资较多零售、生活服务公司，建立了良好的内部生态环境。近年来公司 GMV 快速增长，流量向天猫倾斜使货币化率持续上行，推动公司营收利润快速增长。

关注理由：（1）**阿里巴巴是国内电商龙头：**阿里巴巴 2018/19 财年 GMV 达 5.73 万亿元，其中天猫销售额 2.61 万亿元。据中华全国商业联合会，2017 年天猫为国内零售首位，占零售十强比例约为 46%。龙头优势使阿里与品牌商合作中具有较强议价能力。（2）**受益电商渠道下沉：**2017 年下半年以来电商渠道持续下沉，公司增量客户的 70% 源于低线城市，推动公司活跃用户数量双位数增长，进而带动消费者管理及佣金收入维持 20%~30% 增速。（3）**广泛布局零售及服务：**阿里巴巴以电商起家，提出新零售后逐步向线下渠道布局，且以取得公司话语权为主，百货、超市、便利店等业态均有涉足。未来阿里有望凭借淘宝天猫、支付宝、蚂蚁金融以及布局的线下零售等业务，构筑完整的零售及生活服务体系，满足消费者线上线下的多样化需求。

盈利预测：按照 Wind 一致预期，公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 4.21 元、5.52 元，目前 PE (2019E) 约为 34 倍。

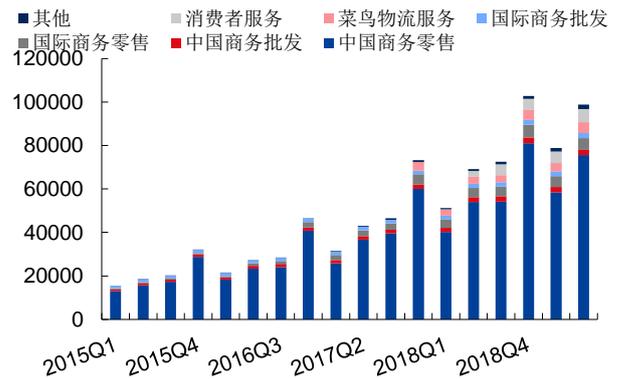
风险提示：互联网用户量红利接近尾声；新业务持续亏损；海外扩张风险。

图 71: 阿里巴巴年度活跃用户数量



资料来源: 阿里巴巴公司公告, 华金证券研究所

图 72: 阿里巴巴核心商务收入结构分拆 (百万元)



资料来源: 阿里巴巴公司公告, 华金证券研究所

图 73: 阿里巴巴各业务营业利润情况 (百万元)



资料来源: 阿里巴巴公司公告, 华金证券研究所

(二) 全国性超市龙头永辉超市

永辉超市是A股全国性超市龙头,2019年上半年公司预计实现营业收入411.73亿元/+19.7%,归母净利13.54亿元/+45.02%。永辉超市起源于福建省,2010年已在福建、华西两个大区取得较好表现,2018年前三季度营收占比分别为22%与36%,分别增长11%与21%;北京、华东大区培育较好,已各占据约15%的营收份额,且分别保持着12%、49%的增长。

关注理由: (1) **经济增速放缓时超市表现优于百货:** 日本经济增速由10%放缓至6%左右的1979年至1982年,更贴近生活必需的快消品的超市渠道,较更倾向中高端消费的百货渠道,有更好的零售额增长表现,增速平均高出2.6pct,超市渠道更好的表现有望使龙头受益; (2) **公司生鲜占比较高有望受益生鲜标准化:** 生鲜是永辉超市主打的品类之一,2015年以来生鲜品类均保持40%以上的营收份额,公司与牛奶国际、星源农牧、国联水产等多个上下游企业建立股权绑定的长期合作关系,供应链优势有望使公司在生鲜标准化过程中受益; (3) **跨区域渠道扩张推动规模增长:** 公司近年来不断进行跨区域扩张,福建大区营收占比已有15年的27%降至18年的19%。截止2018年末,公司合计门店数量708家,签约面积612万平方米,公司2019年计划开店150家,并开始MINI店业态探索。渠道扩张有望推动未来规模不断增长,规模扩大带动议价能力提升,有望推动利润较快增长。

盈利预测：我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.24 元、0.32 元，目前 PE (2019E) 约为 41 倍。

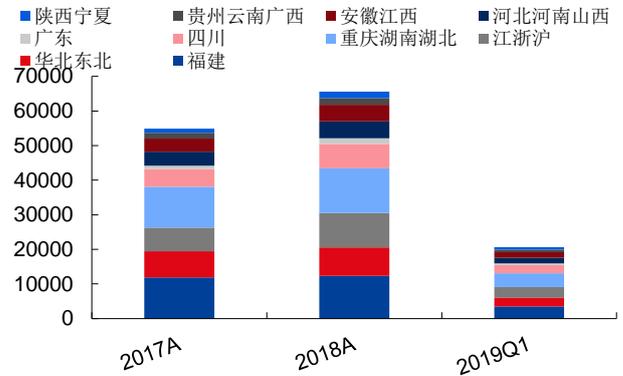
风险提示：电商向快消品类渗透；渠道扩张或不及预期；MINI 店业态探索或不及预期。

图 74：永辉超市营收净利情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 75：永辉超市分区域营业收入情况（百万元）



资料来源：永辉超市公司公告, 华金证券研究所

（三）天府之国的便利超市红旗连锁

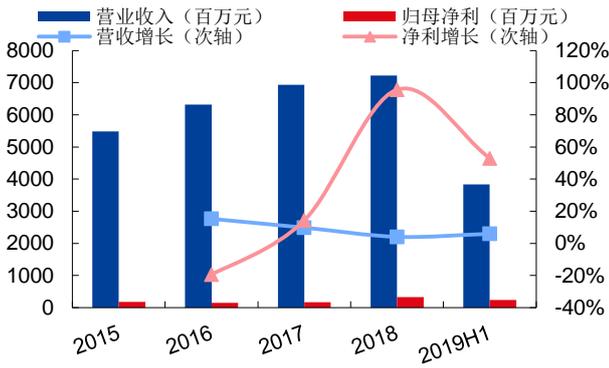
红旗连锁是立足天府之国成都的便利超市龙头,2019 年上半年实现营收 38.29 亿元/+5.89%, 实现归母净利润 2.37 亿元/+52.93%。公司以成都为核心,2018 年成都市区、郊县分区、二级市区、其他业务营收占比分别约 56%、32%、4%、8%。食品销售为公司核心收入来源,食品、烟酒、日用百货分别占营收约 50%、25%、17%。

关注理由：(1) **经济增速放缓时超市表现优于百货：**日本经济增速由 10% 放缓至 6% 左右的 1979 年至 1982 年,更贴近生活必需的快消品的超市渠道,较更倾向中高端消费的百货渠道,有更好的零售额增长表现,增速平均高出 2.6pct,超市渠道更好的表现有望使龙头受益;(2) **代缴代售等增值服务有效引流：**公司门店提供水、电、气、广电费用代缴、公交卡充值缴费以及汽车、火车、飞机代售等增值服务,红旗连锁渠道密集覆盖使上述增值服务受到居民欢迎,2018 年公司实现增值服务收入近 63 亿元,接近公司当年销售额的 50%,增值服务实现有效引流;(3) **区域高市占率构筑定价权：**公司收购竞争对手红艳超市、互惠超市后,以成都市区及郊县分区口径估计,2017 年公司占据成都市超市市场近 50% 市场份额,稳居市场第一,较高的市占率使公司在上下游谈判中具有优势,维持公司商品高于行业平均的利润率水平。

盈利预测：我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.31 元、0.36 元，目前 PE (2019E) 约为 22 倍。

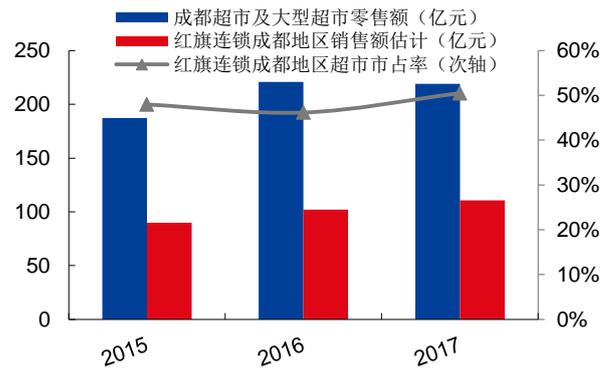
风险提示：毛利率提升空间存在不确定性；门店在成都以外的外延存在不确定性；电商及地铁发展或对增值业务有所冲击。

图 76：红旗连锁营收净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 77：红旗连锁成都市超市市场占有率估计



资料来源：成都市统计年鉴，中国连锁经营协会，华金证券研究所

注：假设营收占比与销售占比相同，以成都市区及郊县分区分口径估计。

（四）立足胶东的商超龙头家家悦

家家悦是立足胶东的超市龙头，2019 年一季度公司实现营业收入 38.05 亿元/+16.68%，归母净利润 1.41 亿元/+16.06%。公司深耕胶东地区，胶东营收占比约 88%。目前在当地物流优势明显，具备 2.5 小时配送到店的能力。整体来看，2017 年公司直采规模达 86.75%，建立公司竞争力优势。截止 2018 年，公司共拥有会员 603.49 万人，同比增加 30%，会员对门店销售贡献率达 76%。

关注理由：（1）**经济增速放缓时超市表现优于百货：**日本经济增速由 10% 放缓至 6% 左右的 1979 年至 1982 年，更贴近生活必需的快消品的超市渠道，较更倾向中高端消费的百货渠道，有更好的零售额增长表现，增速平均高出 2.6pct，超市渠道更好的表现有望使龙头受益；（2）**公司生鲜占比较高有望受益生鲜标准化：**生鲜品类占家家悦营收约 44%，公司与超 100 家基地签订 5 年以上长期合同，生鲜直采比例超过 80%，形成生鲜商品竞争力，有望在生鲜标准化过程中受益；（3）**渠道扩张推动规模增长：**2019 年公司计划新增门店 100 家，约为 2018 年末门店数量的 14%。2018 年公司门店数量增长 13%。渠道持续扩张有望推动公司规模逐步增长。（4）**开始全国性扩张第一步：**公司以自有资金 1.56 亿元受让张家口福悦祥超市 67% 股权，收购福悦祥 11 家超市，并将依托福悦祥旗下土地，投资建设张家口综合物流项目，公司全国性扩张迈出第一步。

盈利预测：我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.81 元、0.92 元，目前 PE (2019E) 约为 30 倍。

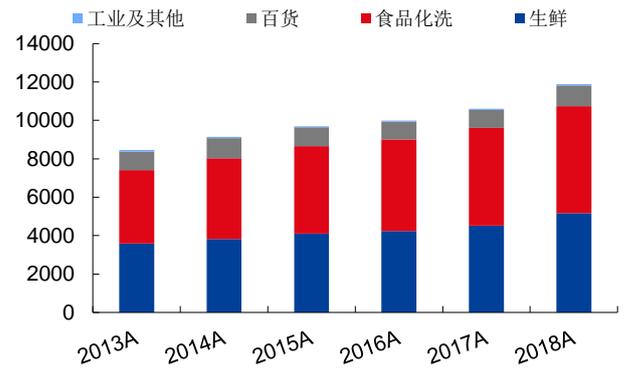
风险提示：电商向快消品类渗透；新区域拓展效果存在不确定性；去年运用可抵扣亏损形成利润高基数。

图 78：家家悦营收净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 79：家家悦分品类营业收入情况（百万元）



资料来源：家家悦公司公告，华金证券研究所

六、风险提示

1. 社会消费品零售增速逐步放缓；
2. 宏观事件影响消费者信心；
3. 超市市场份额或被电商市场切割；
4. 零售企业跨区域扩张或加剧行业竞争；
5. 互联网用户量红利或趋近尾声。

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

王冯声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn