

## 日本百货行业发展启示录：从讲究规模到讲究效率与效益

### 核心观点：

● **当前日本百货行业的特征-从规模经济转型成为效益经济：**日本百货销售额从90年代初的12万亿峰值水平缓慢萎缩至6.44万亿日元。但行业发展存在结构性亮点，现已逐步形成强者愈强的局面：

1. 行业发展向核心商圈以及重点城市（东京与大阪）聚拢，对应区域百货销售额体量大（占比超过70%）且可以保持领先的规模增速；

2. 服装类商品销售额下滑明显，杂货类尤其是化妆品出现逆势上涨；

3. 行业集中度较高，逐步形成7大集团11个百货品牌的头部阶层，品牌CR11在2018年达到66.1%，其他区域性百货销售额份额萎缩；

4. 行业不断淘汰弱势门店，百货品牌和门店数量呈现下滑趋势，但产能出清后维持营业的门店店效、坪效和人效均处于上升阶段。

● **近十年内需提振日本百货效果甚微，外部推力促进行业复苏：**人口密集的东京和大阪商圈更适合百货的发展，但实际人均百货销售额逐步下滑，行业未享受到人口增长的红利。反观赴日人员，入境人次规模CAGR10达到14.09%，为对应商圈带来潜在客流；中国在日的消费水平偏高（人均超22万日元）且50%左右用于购物。测算可知，中国（含港台）近八年贡献了1.02万亿日元的购物增量（占比同期核心国家在日购物增量1.13万亿的90%），覆盖了对应时间段的化妆品销售额增量（1833亿日元），以及东京大阪地区的销售额增长（864亿日元）。

● **日本百货行业发展的启示-内外兼修：**行业集中度的提升主要依靠07-09年间三越伊势丹、J.FRONT等收并购活动，缓冲宏观冲击并形成抵御其他渠道的零售集团；但收并购并非唯一途径，高岛屋便凭借自身极高的品牌力，积极运营自身门店，实现了市占率逐步提升并稳居首位。面对高度同质化的竞争，百货主要还是需要提升消费者粘性：

1. 注重发展核心门店，这些门店既是营收的主要来源亦是规模增长点，公司可以通过结构性品类调整以及门店升级改造带来同店持续增长；

2. 利用信用卡等金融服务绑定忠实用户，产生稳定客流并提升客单价；

3. 通过软性服务改善消费者的购物体验，深度挖掘并准确把握消费需求（例如当前日本更为关注化妆品、奢侈品退税，游客购物的便利性等）。

● **配置建议：**目前国内的百货公司发展环境与日本存在一定的差异性。综合考虑国内上市百货公司的经营策略，天虹股份（002419.SZ）在对外门店扩张、核心优势华南地区发展、对内门店升级改造、多业态组合覆盖全场景需求等层面都较为符合日本百货发展的模式，因此予以推荐。

● **风险提示：**公司门店扩张速度和门店升级改造效果不及预期的风险。

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE(X)		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
天虹股份	002419.SZ	0.75	0.74	0.88	13	13	11

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 零售行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

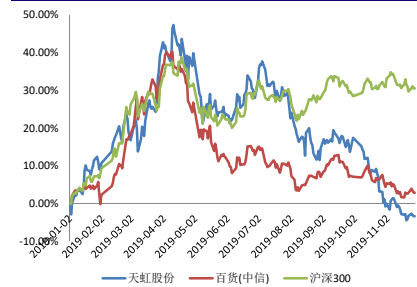
✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng\_yj@chinastock.com.cn

### 行业数据

时间 2019.11.28



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 相关研究

【中国银河研究院\_李昂团队】公司季报点评\_零售行业\_天虹股份(002419.SZ)\_前三季度整体经营略低于预期，但必选业态与新开门店表现亮眼，维持推荐\_2019.10.25

【中国银河研究院\_李昂团队】公司半年报点评\_零售行业\_天虹股份(002419.SH)\_时间是天虹最好的伙伴，维持推荐\_2019.08.15

【中国银河研究院\_李昂团队】行业动态报告\_零售行业\_必需消费仍是配置主旋律，维持推荐核心组合\_20190828

## 目 录

<b>一、当前日本百货行业的总体特征：从规模经济转型成为效益经济</b> .....	<b>2</b>
(一) 日本百货行业规模增长乏力，在整体零售中份额占比愈发趋于稳定.....	2
(二) 日本百货行业效应性逐步显现，规模下行时期强者愈强.....	6
1.从地区角度来看：行业发展向核心商圈与重点城市聚拢.....	6
2.从品牌角度来看：行业集中度较高，逐步形成7大集团11大百货品牌的头部阶层.....	8
3.从经营角度来看：行业过剩产能出清之后，百货门店店效与人效稳步提升.....	11
4.从商品结构来看：服装类下滑明显，杂货（化妆品）以及食品类表现向好.....	13
<b>二、2008年金融危机后日本百货受内需提振效果甚微，外部推力促进行业复苏</b> .....	<b>18</b>
(一) 日本百货行业回暖与本地人口因素关系甚低，销售额存在季节性变化特征.....	18
(二) 日本百货行业本轮复苏主要依靠入境游客的购物支出拉动，中国赴日购物规模八年间增长破万亿日元.....	22
<b>三、日本百货行业发展启示：内外兼修，精准把握消费者的需求</b> .....	<b>27</b>
(一) 所谓“外”：日本百货行业集中度的提升主要依靠收并购，但其并非谋求发展的唯一出路.....	28
1.顺应收并购潮流，日本百货品牌融合形成零售集团提升行业集中度与竞争力.....	28
2.收并购并非提升行业地位的唯一途径，高岛屋品牌力独占鳌头.....	30
(二) 所谓“内”：百货面对高度同质化的竞争，市占率的提升在于不断增强消费者粘性.....	31
1.注重发展核心门店，通过结构性品类调整及门店升级改造带来营收增量.....	31
2.利用金融服务绑定忠实用户，有效稳定客流，积极提升客单价.....	33
3.通过软性服务改善消费者的购物体验，深度挖掘并准确把握热点消费需求.....	35
<b>四、配置建议：推荐外在扩张与内部服务兼顾的百货公司天虹股份（002419.SZ）</b> .....	<b>37</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>42</b>

## 一、当前日本百货行业的总体特征：从规模经济转型成为效益经济

### （一）日本百货行业规模增长乏力，在整体零售中份额占比愈发趋于稳定

从日本零售行业 TOP10 排名的变化趋势可以看出，头部百货品牌自 1968 年经历了高度繁荣发展（前十名中拥有 7 个席位）之后，在零售行业内的地位逐步衰退，1998-2008 年仅有高岛屋一家品牌上榜，但排名处于下滑阶段；近年来百货品牌的地位有所回暖提升，2018 年各大百货品牌以集团的形式再次发力，占据了约半壁江山。

表 1 1968-2018 年日本零售行业 TOP10 排名榜单

年代	1968		1988		1998		2008		2018	
排名	企业名	业态	企业名	业态	企业名	业态	企业名	业态	企业名	业态
1	大丸	百货店	大荣	综合超市	大荣	综合超市	7-ELEVEn	便利店	永旺集团	综合超市
2	三越	百货店	伊藤洋华堂	综合超市	7-ELEVEn	便利店	永旺集团	综合超市	7-ELEVEn	便利店
3	高岛屋	百货店	西友	综合超市	伊藤洋华堂	综合超市	山田电机	专卖店	迅销	专卖店
4	铁道弘济会	站内店	佳世客	综合超市	佳世客	综合超市	伊藤洋华堂	综合超市	山田电机	专卖店
5	松坂屋	百货店	西武	百货店	罗森	便利店	罗森	便利店	三越伊势丹	百货店
6	大荣	综合超市	三越	百货店	MYCAL	综合超市	全家	便利店	J.FRONT	百货店
7	西武	百货店	7-ELEVEn	便利店	高岛屋	百货店	CircleK	便利店	全家	便利店
8	西友	综合超市	Nichii	综合超市	西友	综合超市	Edion	专卖店	H2O 零售	百货店
9	阪急	百货店	高岛屋	百货店	UNY	综合超市	高岛屋	百货店	高岛屋	百货店
10	伊势丹	百货店	大丸	百货店	全家	便利店	大荣	综合超市	唐吉诃德控股	专卖店

资料来源：《基于多维度视角的零售业态变迁分析——以中国和日本为例》，日本内阁府，中国银河证券研究院整理

日本百货行业的零售销售额在 20 世纪 90 年代初规模达到峰值 12 万亿日元后便呈现出萎缩的趋势；上世纪 90 年代开始超市行业的规模增速表现便优于百货行业，发展至 1995 年，超市行业的规模开始超过百货。究其原因，主要在于 80 年代“广场协议”签订之后，日元相较美元出现大幅升值影响进出口情况，而日本政府为了维持经济景气进而通过调降利率等手段推行宽松的货币政策，资金大量流入证券和房地产市场，随后 90 年开始政府再度上调利率对市场进行调控，但最终导致地产泡沫破灭，经济萧条，日本进入所谓“消失的二十年”；由此以便利店为代表的必选消费类型进入主场，可选消费逐步被压制。

从行业份额占比的情况来看，1990 年之前，百货行业的相对份额在 50% 以上，随后开始逐步下滑，但 2011 年至今，百货行业的份额保持相对稳定，维持在 33% 左右。

图 1 日本大规模零售销售额变化趋势（万亿日元）

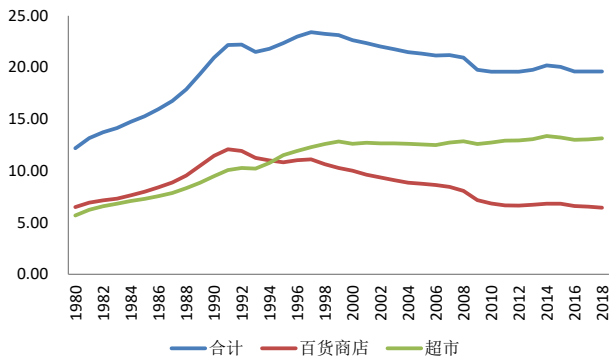
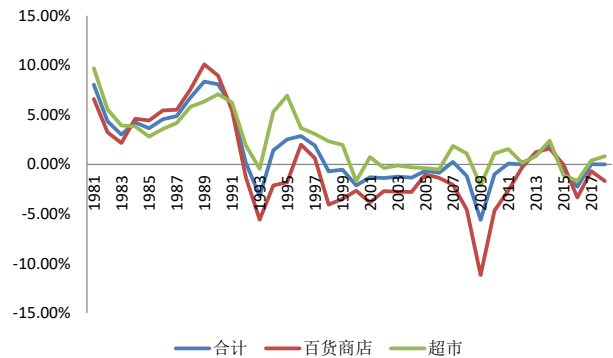


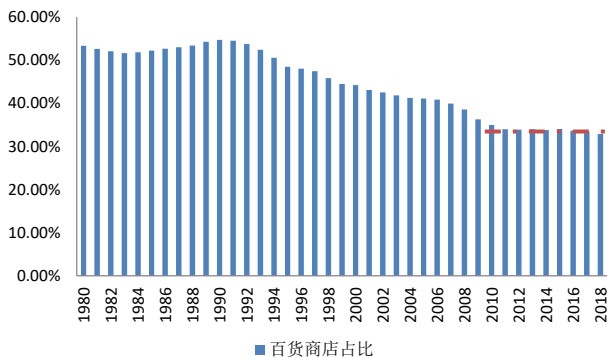
图 2 日本大规模零售销售额增速变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3 百货行业份额占比变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

百货行业的销售额第一次明显下行始于日本 1990 年开始的经济衰退，但在 2008 年经历全球经济危机之后，尽管百货的销售额再次出现了下滑，但由于零售整体市场走低，百货所占销售额份额可以保持占零售行业比重的相对稳定。从 GDP 的角度来看，私人消费占比总体 GDP 比重下滑时期对应的是百货行业营收规模相对稳定的时期，此时 GDP 增速优于私人消费 GDP 增速，GDP 增长的主要推动来自于政府消费、公共支出和进出口等项目；90 年代日本政府为了缓解经济下滑的影响，通过政策手段轮番提振政府支出、投资和消费层面的发展，对应私人消费占比 GDP 比重呈现上升态势（私人消费相对强势）；进入 2000 年之后，世界经济高速发展，以中国加入 WTO 为代表象征着贸易流通向全球化更进一步，国际分工下日本的出口导向型特征再次凸显，故而净出口对于 GDP 的影响提升，私人消费占比 GDP 比重出现滑落。在 1990-2008 年期间，百货销售额的相对份额走低，此阶段私人消费更多用于必选消费领域，对应阶段超市业态的销售额呈现上升趋势，超市相对于百货的零售额占比亦不断提升。

图 4 日本 GDP 与私人消费 GDP 增速变化趋势

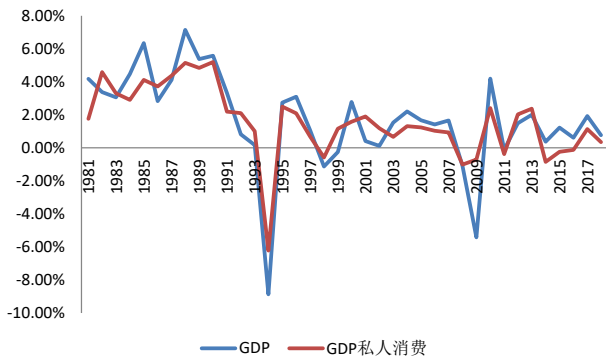
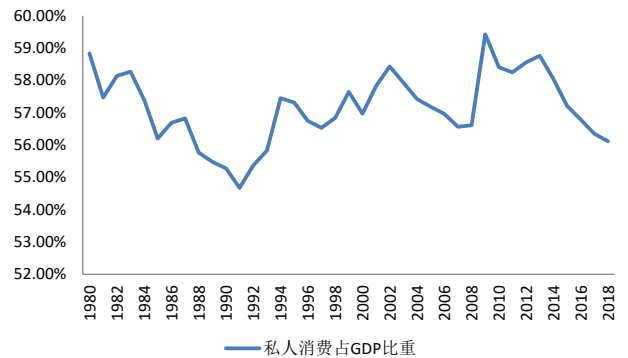


图 5 日本私人消费 GDP 占比 GDP 总体的比重

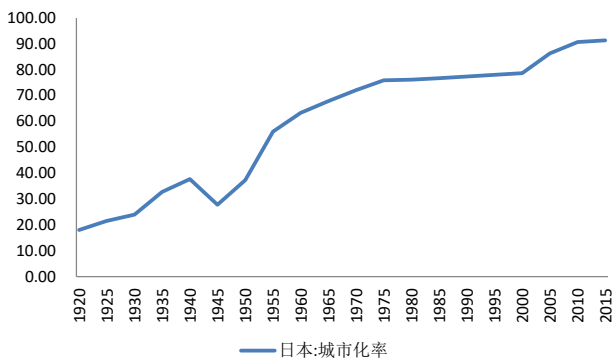


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

除整体经济环境之外, 宏观层面中对于百货行业主要产生影响的因素主要包括城市化率、人口结构以及可支配收入。首先百货的发展伴随着人口的集聚, 结合城市化率情况来看, 日本第一家百货由三越于 1905 年设立(前身为和服店), 此时日本的城市化率不足 20%。但在百货达到发展巅峰的时期, 日本已经实现高度城市化(1990 年城市化率超过 75%), 步入成熟期的百货行业受城市化率影响较小。

图 6 日本城市化率变化趋势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从人口和户均可支配收入的角度来看, 劳动力人口占比总人口的比重处于上升趋势, 以及户均可支配收入增长时期(即使减速增长), 均对应百货行业销售额占比零售额相对稳定的时期。劳动力所占比重上升, 对应的消费群体能力和水平也会对应出现改善, 保障了可选消费的比重相对稳定; 目前日本人口年龄结构之中老龄化人口比重不断提升, 未来劳动力基数对应出现下滑, 同时户均可支配收入增长承压, 增速近二十年均处于围绕 0 左右上下波动, 可见百货行业在对应的经济形势之下仅可以表现出充足的韧性, 不会出现规模份额的过分紧缩, 但缺乏弹性支持行业稳定可持续的增长。

图 7 日本人口数量（万）及增速（%）变化趋势

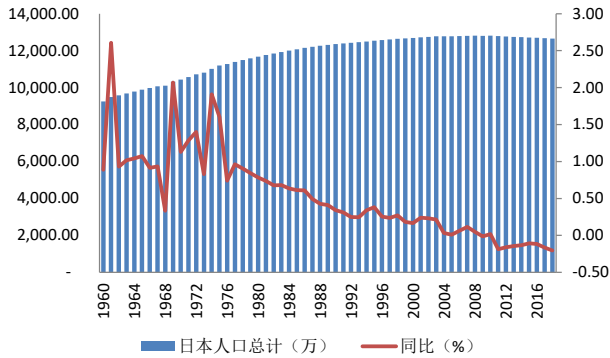
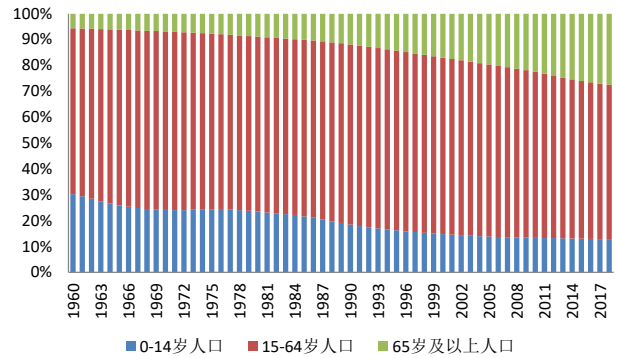


图 8 日本人口按年龄划分的结构变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9 日本人口中劳动力人口占比变化趋势

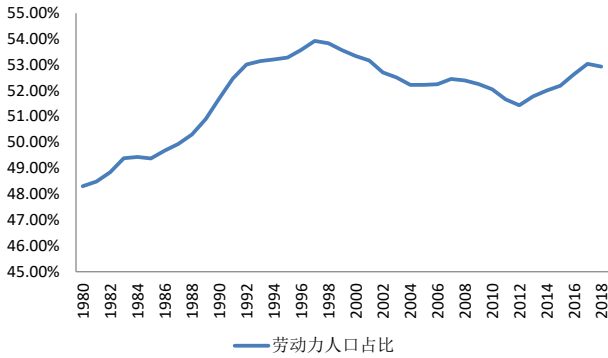
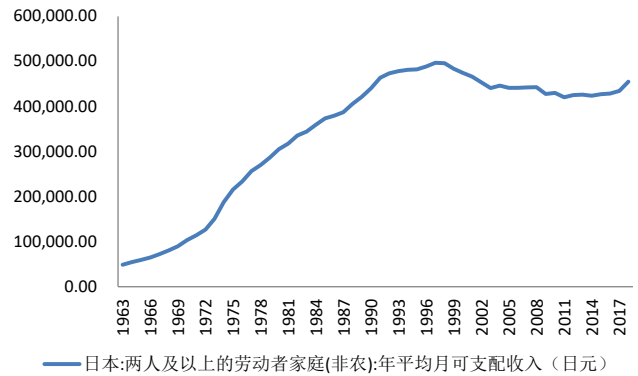


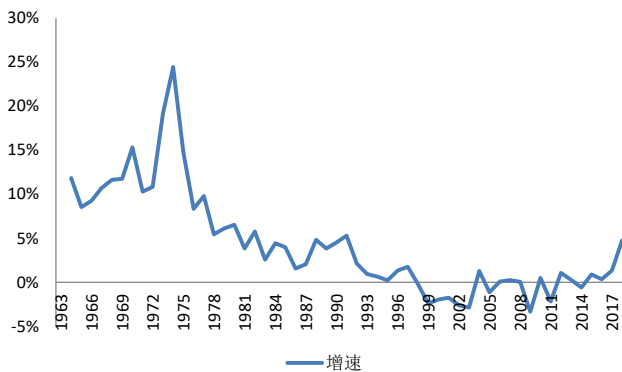
图 10 日本户均可支配收入（日元）变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11 日本户均可支配收入增速（%）变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 日本百货行业效应性逐步显现，规模下行时期强者愈强

### 1. 从地区角度来看：行业发展向核心商圈与重点城市聚拢

日本百货店协会将地域城市划分为核心重点关注的十大城市，以及十都市以外的其他地区。

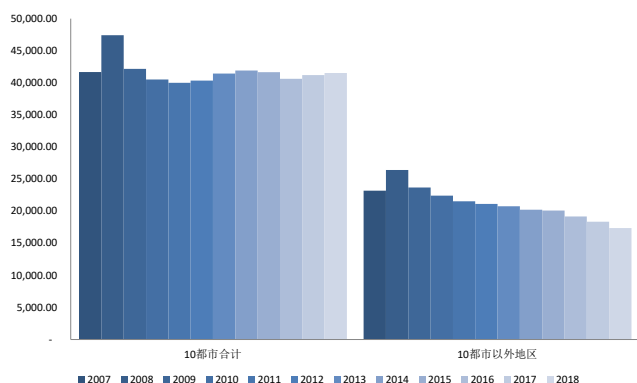
表 2 日本百货地域划分

10 都市以及对应县市		10 都市以外地区以及对应县市	
札幌	札幌	北海道	北海道（札幌市除外）
仙台	仙台市	东北	青森县，岩手县，宫城县（仙台市除外），秋田县，山形县，福岛县
东京	东京 23 区	关东	东京（不包括 23 个区），神奈川（不包括横滨），埼玉，茨城，栃木，群馬，千葉，新潟，山梨，長野，静岡
横滨	横滨	中部	爱知县（名古屋市除外），三重县，岐阜县，富山县，石川县
名古屋	名古屋市	近畿	大阪（不包括大阪），京都（不包括京都），滋贺，奈良，兵库（不包括神户），和歌山，福井
京都	京都府	中国	鸟取县，冈山县，广岛县（广岛市除外），岛根县，山口县
大阪	大阪府	四国	香川县，爱媛县，高知县，德岛县
神户	神户	九州	福冈县（福冈市除外），佐贺县，长崎县，熊本县，大分县，宫崎县，鹿儿岛县，冲绳县
广岛	广岛		
福冈	福冈		

资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

从城市层级区分来看，十都市销售额呈现出平稳向上的趋势（2010-2018 年复合增速为 0.31%），2018 年规模上浮至 4.15 万亿日元；相比之下，十都市以外地区 2010-2018 年复合增速为 -3.15%，销售额规模缩水情况较为严重，截止 2018 年底仅为 1.73 万亿日元。此外，十都市地区在销售额规模体量偏大的前提下，增速水平也能持续跑赢十都市以外地区，2017-2018 年甚至保持正向增长；因此销售额的份额占比逐步向十都市地区倾斜聚拢，2007 年至 2019 年 7 月变化 6.99 个百分点，十都市地区百货的销售额占比已经超过 70%。

图 12 按城市层级划分日本百货行业销售额变化趋势(亿日元)



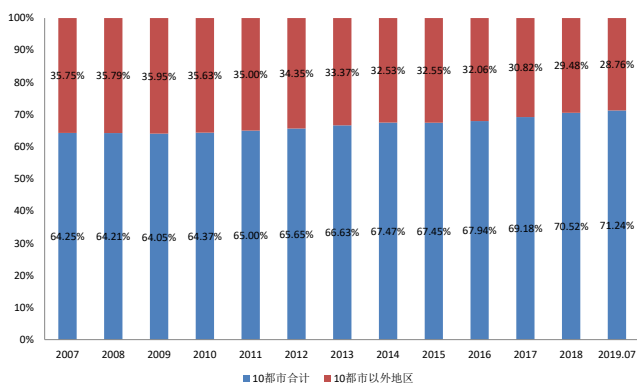
资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

图 13 按城市层级划分日本百货行业销售额增速变化趋势 (%)



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

图 14 按城市层级划分日本百货行业销售额份额变化趋势 (%)

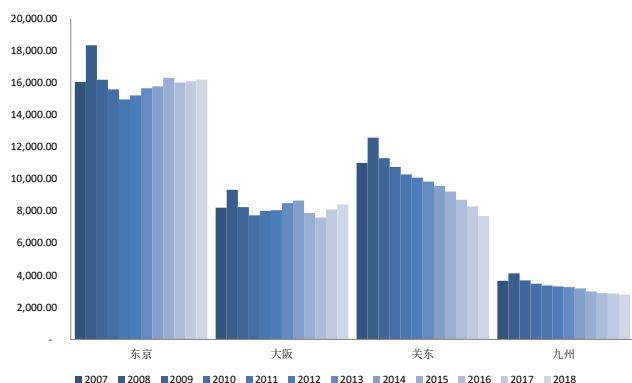


资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

从主要城市来看，东京 23 区（2010-2018 年复合增速为 0.48%）和大阪（2010-2018 年复合增速为 1.05%）作为十都市中的热点城市，销售额均呈现出稳中有升的趋势，2018 年底的销售额规模分别达到 1.62 万亿日元、0.84 万亿日元；与之相反，十都市以外的城市中，所占份额领先的关东地区（2010-2018 年复合增速为-4.11%）和九州地区（2010-2018 年复合增速为-2.69%）均呈现了不同程度的销售额下滑，2018 年底两地的销售额规模分别收紧至 0.77 万亿日元、0.28 万亿日元。由此，日本百货的销售额向核心区域十都市，尤其是核心区域中的头部城市东京和大阪聚拢；以上述东京、大阪、关东和九州四个地区为例，四地的销售额合计占比自 2007 年开始便围绕 59-60% 的水平轻微波动，保持相对稳定的份额，但其中东京和大阪的对应份额截至 2019 年 7 月已经分别上升 3.04 个百分点、2.07 个百分点，关东和九州地区分别下滑 4.28 个百分点、1.09 个百分点。

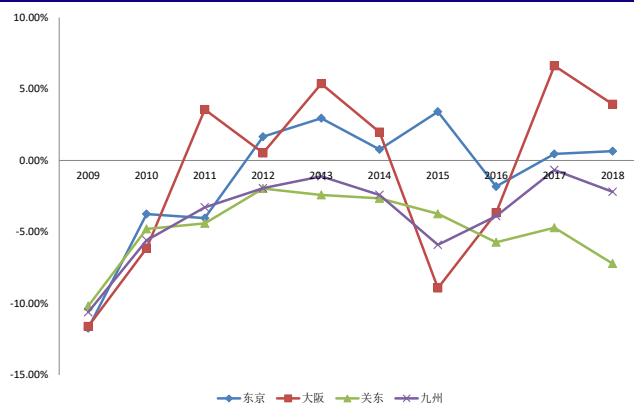


图 15 按具体县市划分日本百货行业销售额变化趋势(亿日元)



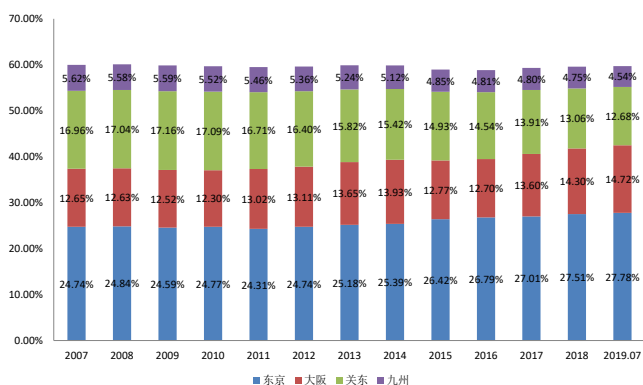
资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

图 16 按具体县市划分日本百货行业销售额增速变化趋势(%)



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

图 17 按具体县市划分日本百货行业销售额份额变化趋势(%)



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

## 2.从品牌角度来看：行业集中度较高，逐步形成7大集团11大百货品牌的头部阶层

日本百货行业目前处于多寡头领先发展的状态。从品牌经营者的角度来看，日本本土的百货品牌中共有11个品牌市占率排名较为靠前，2009年-2014年日本百货行业品牌销售额CR5轻微下滑（1个百分点左右）至低点40.9%，随后逐步提升至2018年的44.2%。其中，高岛屋、大丸、三越、伊势丹四大品牌因为门店数量较多，且在东京、大阪等热门城市商圈均有多个门店布局，销售额稳定有支撑，基本保持在前四名水平且排名没有明显变化；第五名在西武、崇光 and 阪急之中变动，近三年稳定为坐拥大阪梅田交通枢纽的阪急。日本百货行业品牌CR11基本处于稳中有升的状态，2009-2018年期间，最低点为2010年的64%，最高点为2016年的66.3%（差值为2.3个百分点）。

图 18 日本百货行业品牌 CR5 与 CR11 变化趋势

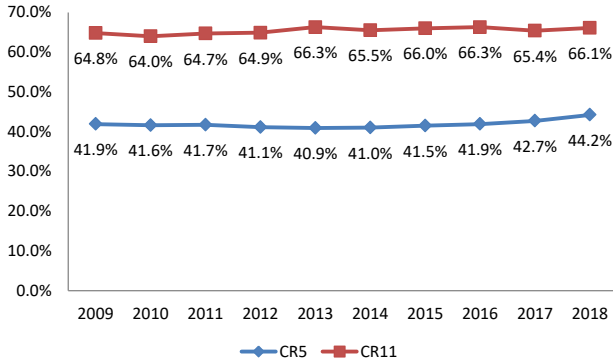
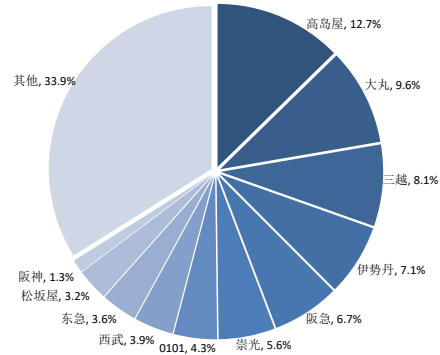


图 19 2018 年日本百货行业市场份额划分 (按品牌)

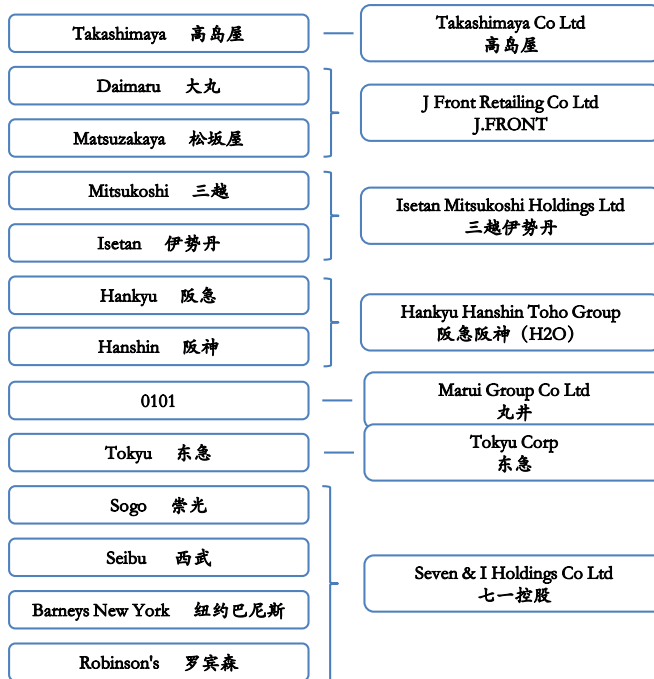


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

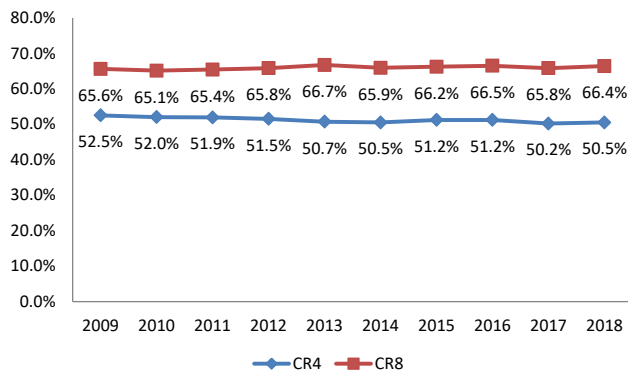
排名较前的各品牌百货实际一共归属于 8 家集团 (其中住友集团控股旗下的 Barneys 自 2015 年开始归属于七一控股, 因此自始头部实际只有 7 大集团)。百货行业集团销售额 CR4 (前四名市占率均超过 10%) 呈现轻微滑落趋势, 2009 年峰值水平为 52.5%, 而 2017 年极小值为 50.2%, 下滑了约 2.3 个百分点。但头部集团的市占率 CR8 稳中有升, 围绕 66% 上升了约 1 个百分点。

图 20 日本百货行业品牌与集团结构



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

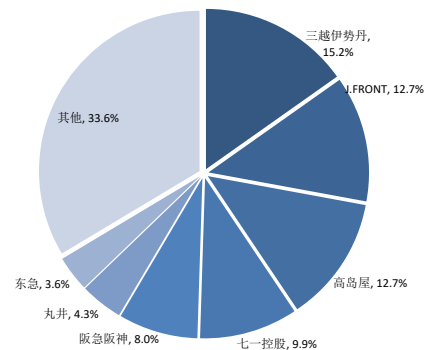
图 21 日本百货行业集团 CR4 与 CR8 变化趋势



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

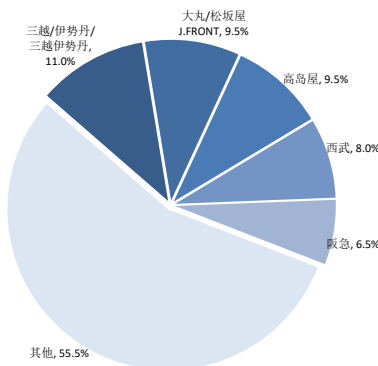
此外,从门店数量的集中度角度来看可以得出相同的结论。截止 2019 年 7 月,共有 79 个品牌 200 家百货门店注册在日本百货店协会,其中注册会员的头部 6 家百货集团旗下的各个品牌合计共有门店 103 家,集中度高达 51.5%,数量占据主导地位。结合地域分布情况可以看出,头部品牌均是在日本全国各区域布局,而门店数量相对较少的百货则会选择区域性集中经营门店,这些区域型百货在门店数量上仅占有 1/3 左右的份额,且销售额规模占比在不断的缓慢萎缩。

图 22 2018 年日本百货行业市场份额划分(按集团)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 23 2018 年日本百货行业门店数量份额划分(按集团)



资料来源: 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

注: 头部品牌中除了丸井及旗下的 0101 百货均在百货店协会拥有注册会员席位,因此数据统计不包含丸井以及 0101 的统计数据。

表 3 区域性百货门店数量及分布情况

百货	分布地区	门店数量
近铁百货店	关东 (2)、近畿 (8)	10
天满屋	中国四国	8
丸广百货店	关东	8
京阪百货店	近畿	5
东武百货店	关东	5

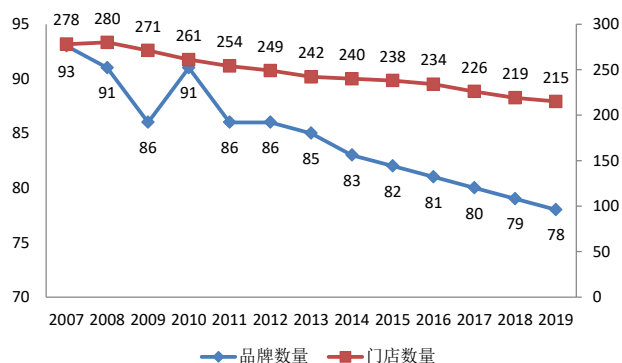
さくら百貨店 (櫻野百貨)	东北	4
福屋	中国四国	4
大和	中部	4
京王百貨店	关东	3
<b>合计占比</b>		<b>24%</b>

资料来源：日本百貨店协会，中国银河证券研究院整理

### 3.从经营角度来看：行业过剩产能出清之后，百貨门店店效与人效稳步提升

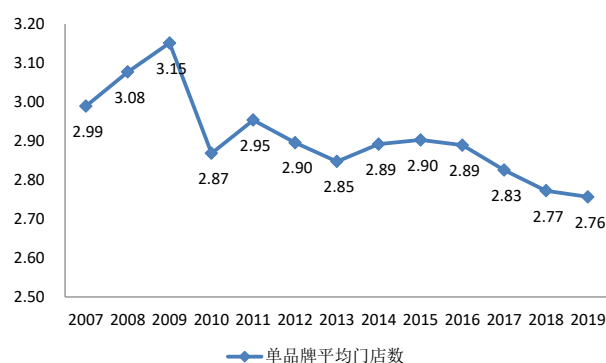
自 2007 年至今，日本百貨的门店数量和品牌数量均处于下滑趋势。由单品品牌情况来看，平均每个品牌对应的门店数量同样处于减少状态；但六大百貨集团占据 51.5%数量的百貨门店（平均每个集团对应近 17 家门店，远高于现有行业水平的不足 3 个门店），同时依旧在新增门店进行规模的扩张，致使门店份额占比不断提升；而行业缩紧过程中更多的是淘汰了竞争不利的劣势品牌。由此可见，行业继续向头部集中，行业景气度实显示出向上抬升趋势。

图 24 日本百貨行业品牌数量与门店数量的变化趋势 (个)



资料来源：日本百貨店协会，中国银河证券研究院整理

图 25 日本单品品牌百貨平均门店数量变化趋势 (个)



资料来源：日本百貨店协会，中国银河证券研究院整理

从单个门店的经营情况来看，店均面积经历了 2009-2013 年的逐步扩张，再到 2013-2016 年逐步下滑，至近三年平稳在 2.51 万平米/店左右，与中国国内的王府井百貨、天虹股份门店等店均面积相比都相对较小。同时，尽管门店面积有所波动，百貨单店的销售额却处于不断上升的状态，验证了日本的百貨行业规模下滑主要是源于门店数量的减少，实际存活下来的门店经营情况不断转好。截止 2018 年末，日本单个百貨门店的平均营收规模可以达到 268.79 亿日元，约为 17.83 亿人民币（2010-2018 年复合增速为 1.37%）。此外，日本百貨的坪效也呈现出不断上升的趋势（2010-2018 年复合增速为 1.22%），2018 年达到 107.21 万日元/平米，约为 7.11 万元人民币/平米，对比同年王府井和天虹的经营数据（表 6），约为国内百貨行业水平的 8-10 倍。

图 26 日本百货单个门店店均面积变化趋势 (万平方米)

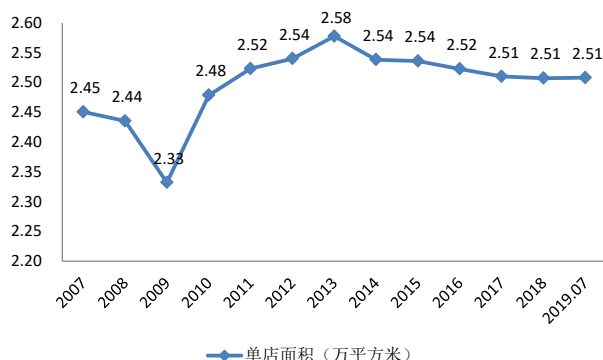
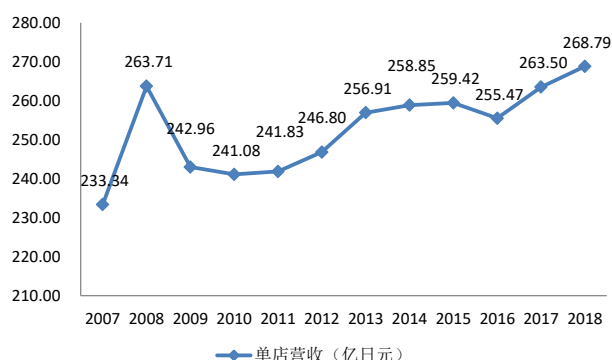


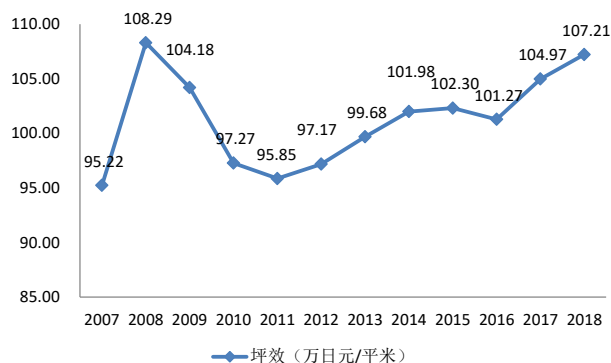
图 27 日本百货单个门店店均营收变化趋势 (亿日元)



资料来源: 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

图 28 日本百货年坪效变化趋势 (万日元/平方米)



资料来源: 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

表 4 日本百货单店与坪效数据对比王府井百货与天虹股份

2018 年	门店数量 (个)	面积 (万平方米)	总体营收 (亿元)	单店面积 (万平方米)	单店营收 (亿元)	坪效 (元/平方米)
王府井	51	264.60	249.23	5.19	4.89	9,419.08
天虹股份	81	260.89	179.78	3.22	2.22	6,890.96
日本百货				2.51	17.83	71,118.60

资料来源: 日本百货店协会, 公司年报, 中国银河证券研究院整理

从员工运作管理的角度来看, 日本百货前期存在员工结构冗杂的问题, 于是均通过裁员的方式缩减了一些不必要的岗位, 因此可以看到单店雇佣人员的数量呈现出递减的趋势 (2010-2018 年复合增速为-1.75%), 但人效稳步提升 (2010-2018 年复合增速为 3.17%)。2018 年日本单店雇佣员工均值水平为 310 人, 人效高达 8669.25 万日元/人, 约为 575 万元人民币/人; 对比同年王府井和天虹的经营数据 (表 7), 日本单店雇佣更多的人员服务消费者, 但人效水平约为国内百货行业水平的 3-5 倍。

图 29 日本百货单个门店店均员工数量变化趋势 (个)

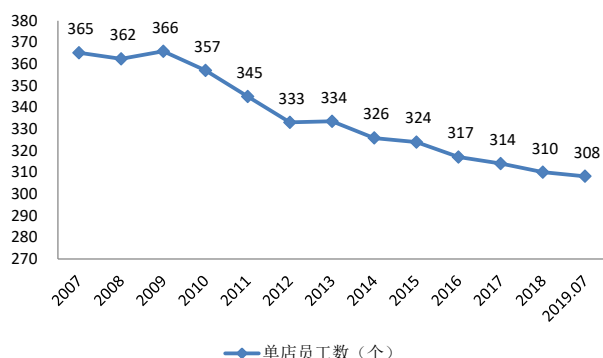
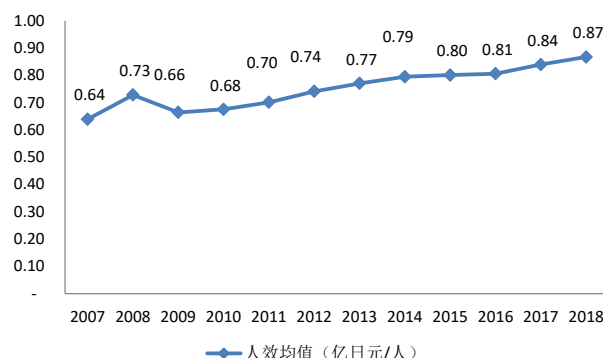


图 30 日本百货年人效变化趋势 (亿日元/人)



资料来源: 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

表 5 日本百货单店与人效数据对比王府井百货与天虹股份

	总体员工数量 (人)	销售人员数量 (人)	销售人员 数量占比	营收 (亿元)	按总员工数核算人效 (万元/人)	店均人员数量 (人/店)
王府井	10,566	2,202	20.84%	249.23	235.88	207
天虹股份	15,225	3,237	21.26%	179.78	118.08	188
日本					575.07	310

资料来源: 日本百货店协会, 公司年报, 中国银河证券研究院整理

#### 4.从商品结构来看: 服装类下滑明显, 杂货(化妆品)以及食品类表现向好

日本百货店协会同时规范定义了百货店售卖的商品种类划分。

表 6 日本百货商品售卖种类划分

一级分类	二级分类	具体内容
服装	男装	男士服装、衣料、衬衫、毛衣、内衣、领带、袜子、手帕、帽子、手套、围巾、毛皮等男士服装
	女装	女装、衣料、衬衫、毛衣、内衣、袜子、手帕、帽子、手套、围巾、毛皮等女用服装
	童装	男女童装、新生儿服装、用品、孕妇服装、用品、贴身衣、学生服等
	其他服饰	和服、布匹、浴衣、和服小物、床上用品、毛巾、其他服装等
随身物品	随身物品	鞋子, 首饰·首饰·首饰, 手提包·包, 皮带, 钱包·皮革小东西, 伞, 旅行用品, 缝纫手工艺品, 吸烟工具等
杂货	化妆品	化妆品类
	工艺品、珠宝与贵金属	美术工艺品、宝石、贵金属、钟表、眼镜等
	其他杂货	体育用品、文具、办公用品、书籍、玩具、人偶、CD、乐器、照相机、医药品、肥皂、美容、理发器具、医疗器具等
家庭用品	家具	日本·西洋家具、地毯、窗帘、室内装饰用品等
	家电	一般家电、影像(AV)家电、烹饪家电、照明器具、冷暖气器具等

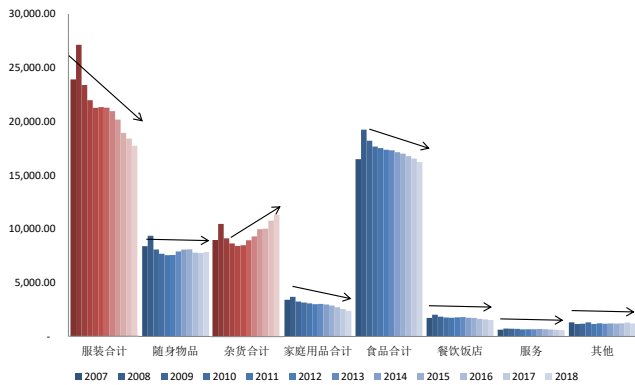
	其他家庭用品	日式·西餐具、厨房用品、健康器具、护理用品、防灾用品、餐桌用品、浴室用品、木工用品等
食品	生鲜食品	精肉、火腿、香肠、鲜鱼、盐干菜、蔬菜、水果等
	点心	洋菓子、和菓子等
	副菜	日本·洋·中华料理、寿司·便当、面包等
	其他食品	日本洋酒、葡萄酒、饮料、乳制品、罐头、海苔·茶、干菜、调味料等
餐饮饭店	餐饮饭店	餐饮饭店
服务	服务	各种修理加工、清洗、出租服装、美容、美容、婚纱、照相室等
其他	其他	园艺用品、宠物、相关商品、香烟、邮票等，其他不属于上述分类的物品

资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

从各一级分类商品的销售额变化情况来看，**服装品类呈现出明显的下滑趋势（2010-2018年复合增速为-2.65%），2018年规模萎缩至1.77万亿日元**；此外，食品与家庭用品这两个分类也呈现出销售额的明显下滑趋势。但在百货行业规模整体走低的时候，随身物品、餐饮饭店、服务基本可以保持销售额规模的相对稳定，**杂货甚至出现了销售额的逆势上涨（2010-2018年复合增速为3.42%），2018年对应部分销售额达到1.13万亿日元**。结合增速数据来看，自2012年以来，也仅有杂货分类持续保持正增长的扩张趋势。

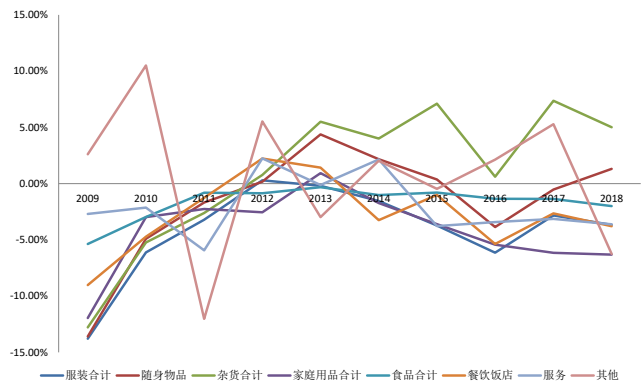
从销售额占比情况来看，服装与家庭用品一致，占比逐渐下滑，其中服装类商品销售额从2007年大幅下滑了6.54个百分点至2019年7月的30.01%；随身物品和杂货的趋势一致，呈现出明显的上升趋势，杂货类商品销售额从2007年大幅提升6.02个百分点至2019年7月的19.88%；食品类、餐饮饭店以及服务类收入占比呈现出先增后减的趋势，峰值水平出现在2011-2013年前后。

图 31 按商品一级划分日本百货行业销售额变化趋势(亿日元)



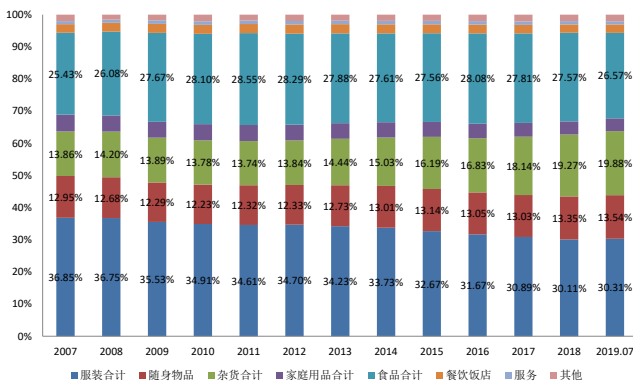
资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

图 32 按商品一级划分日本百货行业销售额增速变化趋势 (%)



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

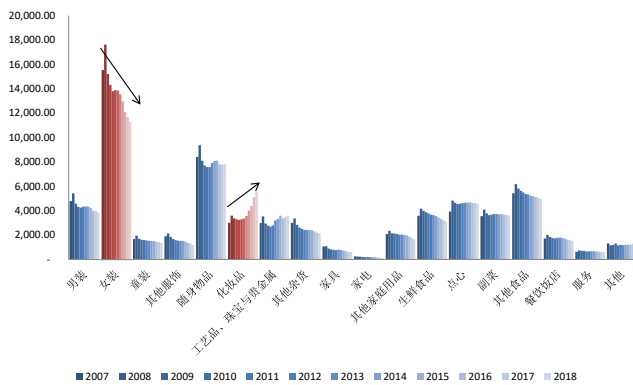
图 33 按商品一级划分日本百货行业销售额份额变化趋势 (%)



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

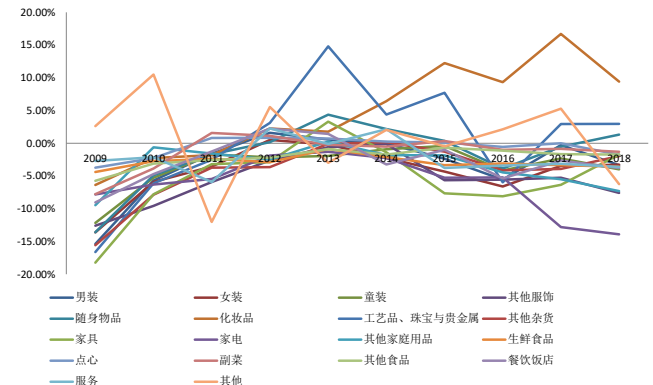
从各二级分类商品的销售额变化情况来看，服装中的女装（2010-2018 年复合增速为 -3.90%）在各品类中下滑最为明显，2018 年底销售额滑落至 1.13 万亿日元，其销售额贡献占比也下滑最为突出，从 2007 年大幅下滑了 4.65 个百分点至 2019 年 7 月的 19.33%，但下滑之后依旧在总体销售额中保持占比的领先地位。化妆品 2010-2018 年复合增速为 8.08%，2018 年底规模达到 0.56 万亿日元，其份额占比从 2007 年大幅提升了 5.38 个百分点至 2019 年 7 月的 10.02%，是一级分类中杂货商品销售额上涨的主要推动力。结合增速表现情况来看，仅有化妆品从 2012 年开始持续保持规模的不断扩张，2015 年和 2017 年甚至实现了双位数的高速增长，表现远优于其他负增长的品类。此外，杂货中的工艺品、珠宝及贵金属，必选消费食品分类中的点心和副菜也呈现出逆势增长的表现，三者 2010-2018 年的复合增速分别为 2.29%、1.39%和 0.14%，因此在行业下行期间，同样源于增速走势相对较好而获得了销售额份额占比的提升。

图 34 按商品二级划分日本百货行业销售额变化趋势(亿日元)



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

图 35 按商品二级划分日本百货行业销售额增速变化趋势 (%)



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理



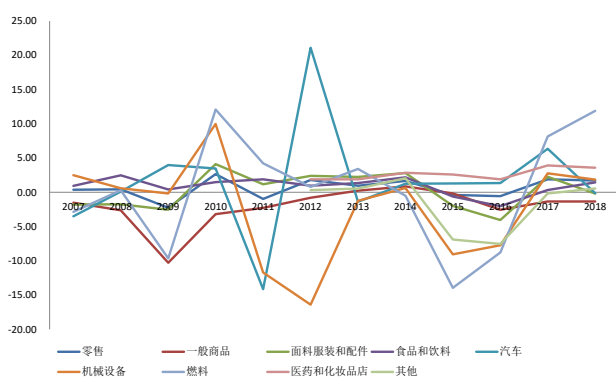
图 36 按商品二级划分日本百货行业销售额份额变化趋势 (%)

销售份额占比	销售份额占比变化值	变化趋势
男装	-0.90%	
女装	-4.65%	
童装	-0.05%	
其他服饰	-0.94%	
随身物品	0.59%	
化妆品	5.38%	
工艺品、珠宝与贵金属	1.76%	
其他杂货	-1.12%	
家具	-0.58%	
家电	-0.13%	
其他家庭用品	-0.54%	
生鲜食品	-0.70%	
点心	1.87%	
副菜	0.27%	
其他食品	-0.29%	
餐饮饭店	-0.05%	
服务	0.03%	
其他	0.05%	

资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

从日本全社会的零售商业销售额的同比增速来看，各品类中表现较为优异的同样为药品、浴品、化妆品分类；在 2015 至 2016 年期间全行业基本负增长的趋势之下，是唯一一个持续保持正增速，规模扩张的商品分类。日本零售销售额的具体结构中，汽车和化妆品类商品的份额占比出现明显的提升，汽车类的份额占比自 2007 年提升 1.52 个百分点至 2018 年的 12.46%，医药与化妆品则从 2011 年的 6.23%提升 0.75 个百分点至 2018 年的 6.98%；其余各分类均出现了销售额份额不同程度的下滑。

图 37 日本零售销售额各品类增速 (%)

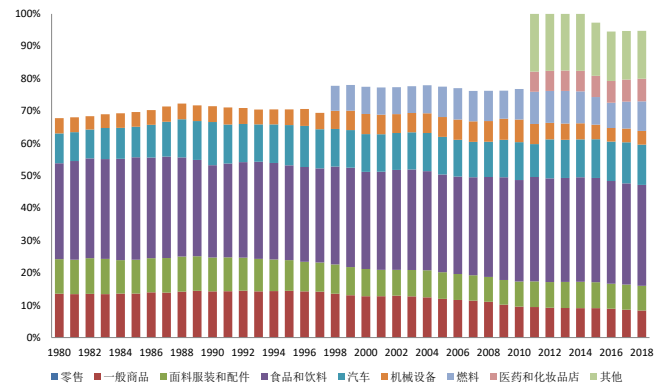


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：日本社会零售销售额从 1997 年 7 月开始增加“燃料”项目，2010 年 7 月开始增加“药品、浴品、化妆品分类”，原有项目中“一般商品”指员工人数不满 50 人的零售门店的销售额。

零售额各项比重求和不等 100%是源于零售额中还包含无实体店零售的数据，未做数据图表。

图 38 日本零售销售额各品类占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 39 日本零售销售额各品类占比变化情况

	变化趋势	2007年值	2018年值	极大值	极小值	差值
一般商品		11.42%	8.38%	11.42%	8.38%	3.05%
面料服装和配件		7.82%	7.61%	8.14%	7.61%	0.53%
食品和饮料		30.26%	31.17%	32.28%	30.26%	2.02%
汽车		10.94%	12.46%	12.69%	10.13%	2.56%
机械设备		6.36%	4.23%	6.97%	4.19%	2.78%
燃料		9.38%	9.14%	10.09%	7.83%	2.26%
医药和化妆品店		0.00%	6.98%	6.98%	6.23%	0.75%
其他		0.00%	14.80%	17.84%	14.80%	3.04%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

百货行业的销售额中服装与配件、食品饮料(含餐饮)和化妆品的销售额占比分别约为45%、30%、10%(2018至2019年最新水平);社会零售销售额中对应品类的占比为8%、32%、7%;除了服饰以外,对应的销售额贡献比重较为类似。对比百货行业中对应品类的销售额和社会零售中各品类的销售额可以发现,总体销售额增速与各分类销售额增速之间均存在较高的相关性(超过0.5),其中食品餐饮类的相关性最低,主要由于食品饮料的销售额主要来自超市和便利店等必选消费渠道;同时化妆品类的相关性表现最为明显。

图 40 日本社会消费零售额占比情况(分品类)

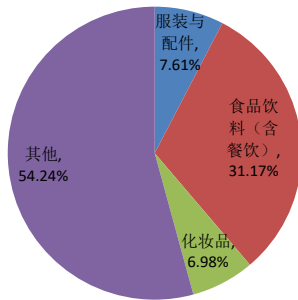
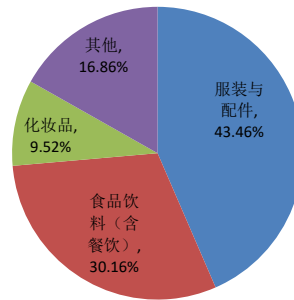


图 41 日本百货行业销售额占比情况(分品类)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

表 7 百货行业与社会零售销售额增速之间的相关性统计

零售总额与百货销售额	销售额相关性
总量	0.72
服装与配件	0.57
食品饮料(含餐饮)	0.27
化妆品	0.65

资料来源: Wind, 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

图 42 百货行业与社会零售销售额增速-总量

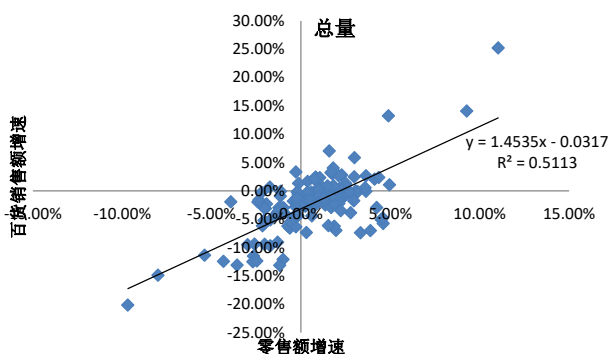
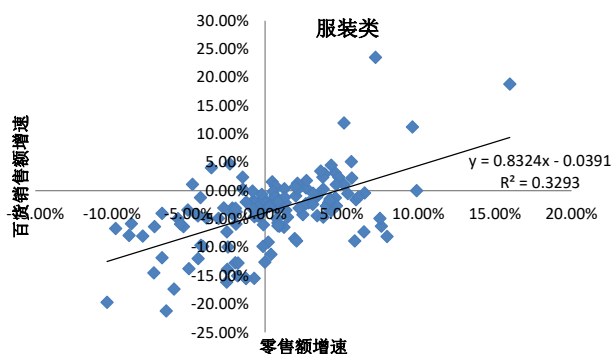


图 43 百货行业与社会零售销售额增速-服装类



资料来源: Wind, 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

图 44 百货行业与社会零售销售额增速-食品类

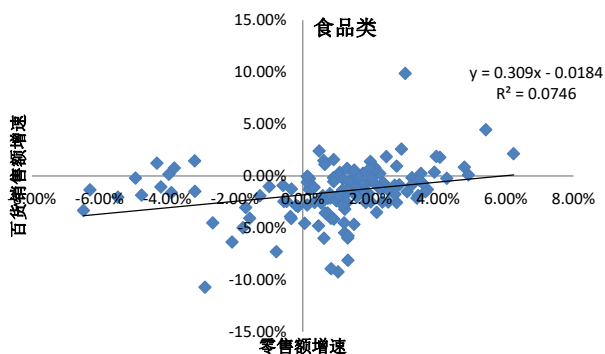
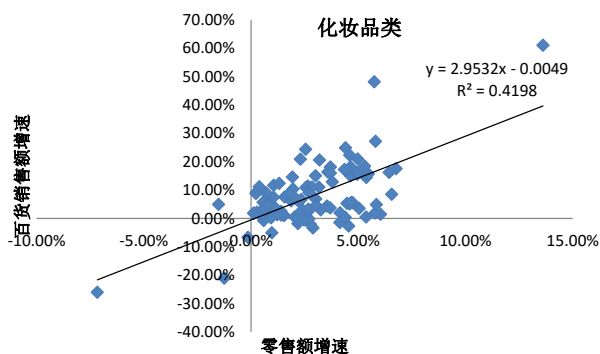


图 45 百货行业与社会零售销售额增速-化妆品类



资料来源: Wind, 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 日本百货店协会, 中国银河证券研究院整理

## 二、2008 年金融危机后日本百货受内需提振效果甚微，外部推力促进行业复苏

### (一) 日本百货行业回暖与本地人口因素关系甚低，销售额存在季节性变化特征

从人口分布的角度来看，我们可以得出结论认为人口较为聚集的地方的确更适合百货业态的发展。以公开的就业人口数据代表总人口分布情况（就业人口也更符合可选消费对应的消费能力）；可以看出百货行业发展存在优势的东京都所在的“南关东”地区与大阪所在的“近畿”人口数量处于较为领先的水平，其中近畿占比较为稳定在 15-16%，南关东地区的占比从 1983 年的 25%左右一路提升至 2019 年超过 30%。同时两个地区近五年/近十年的人口复合增速水平同样较为领先，此外还有一个地区较为领先是包含了名古屋商圈的东海地区。

图 46 日本就业人口数量分布情况 (万人)

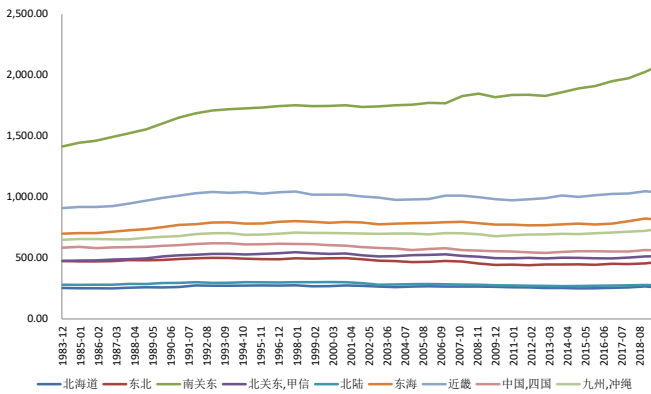
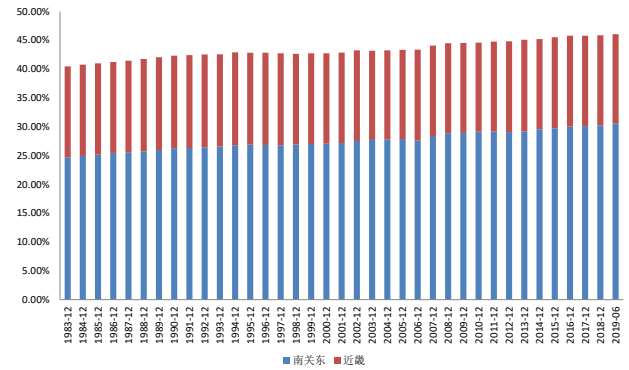


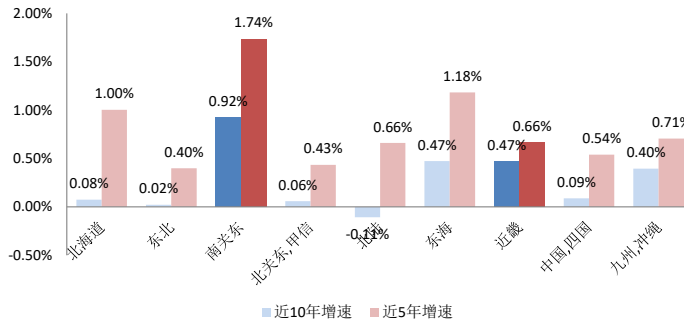
图 47 日本南关东与近畿地区人口占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

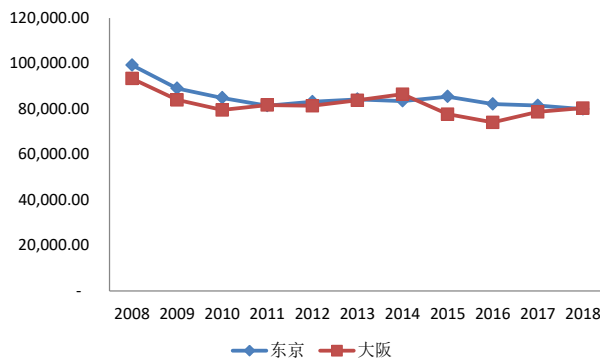
图 48 日本百各区域人口数量复合增速情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

以对应地区的就业人口数量以及百货的销售测算, 可以发现人均百货销售额同样呈现出下滑趋势, 实际人口的增长并没有有效的带动销售额的提升; 内需对于国内百货行业销售额的提振效果有限, 单纯依靠本地人口消费会使百货行业持续处于低迷的下滑阶段。东京商圈的人均花费从 2008 年下降 19.47% 至 2018 年的 7.99 万日元, 大阪商圈的人均花费从 2008 年下降 13.90% 至 2018 年的 8.04 万日元。

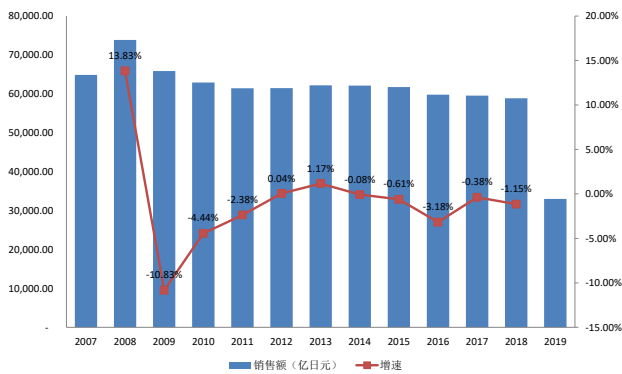
图 49 东京与大阪的人均百货销售额水平变化趋势 (日元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

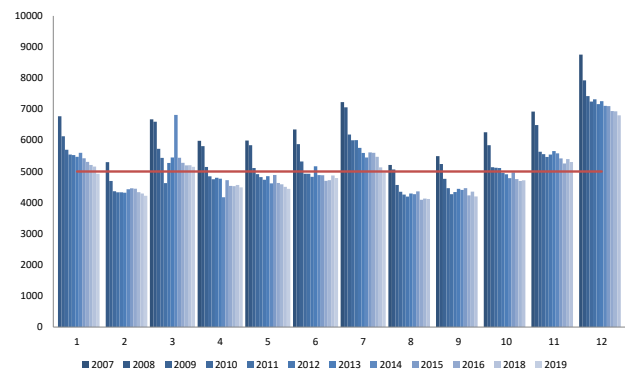
经济危机之后，日本百货行业的销售额总体规模表现较为稳定，2010-2018年8年期的复合增速为-0.83%，波动较小，呈现出缓慢的下滑趋势。从季节性的角度来看，所选149个月的销售额均值规模为5285亿日元（以5000亿日元作为标尺），可以看出3月、7月以及11月至次年1月为日本百货行业的销售旺季。

图 50 日本百货行业销售额（亿日元）及增速（%）



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

图 51 日本百货行业月度销售额（亿日元）



资料来源：日本百货店协会，中国银河证券研究院整理

从日本节假日的情况来看，日本全年共有16个法定节假日（2019年由于存在新天皇登基较为特殊），假期时间一般稳定在固定的月份和时间，根据当地新闻中的相关情况可知，日本民众选择连休和本土小长假主要为三个，分别是4月29日至5月5日左右的“黄金周”、8月13日至8月16日左右的“扫墓祭祖”以及12月28日至次年1月4日左右的新年假期。由此可以看出，新年假期更契合对消费的促进，而以扫墓祭祖为主要休假目的的8月反而处于消费淡季。此外，日本学生修学旅行主要发生在寒暑假以及春假时期，特别是9至10月份期间，但因为修学的目的地在京都、奈良、东京等地的人文、自然景区，而且由政府公费承担出行住宿的相关费用，因此学生类型客流量的提升并不会对消费产生过大影响。

表 8 日本 2018-2019 年法定节假日

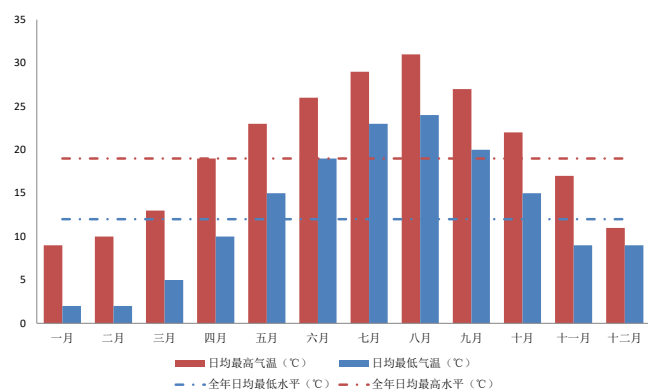
		2019 年	2018 年
1 月	新年	1/1	1/1
	成人节	1/14	1/8
2 月	建国纪念日/开天节	2/11	2/11
3 月	春分节	3/21	3/21
4 月	昭和日	4/29	4/29
	新天皇登基假期	4/30-5/2	
5 月	宪法纪念日	5/3	5/3
	绿之日	5/4	5/4
	儿童节	5/5	5/5
7 月	海之日	7/15	7/16
8 月	山之日	8/11	8/11
9 月	敬老日	9/16	9/17
	秋分日	9/23	9/23
10 月	体育日	10/14	10/8

	登基典礼日（特殊）	10/22	
11月	文化日	11/3	11/3
	劳动日	11/23	11/23
12月	天皇诞辰	12/23	12/23

资料来源：公开新闻资料，中国银河证券研究院整理

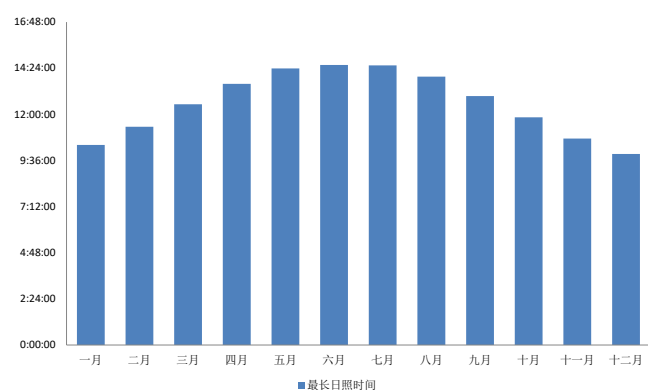
从天气情况来看，日本每年3-4月份以及10-11月份温度情况较为适宜，不会出现过于寒冷或是炎热的极端寒暑节气情况，降水量也偏低，总体环境利于消费者外出购物；而5-7月份属于一年中日照时间较长的月份，对应居民外出的有效时间也会出现延长；同时考虑到日本的台风季节一般出现在6至10月份的夏秋时节，其中以秋季的9月份为台风的高发季节，因此会对出行造成一些消极的影响。综合来看，百货销售的季节性旺季部分可以归因于较为适宜的外出购物环境，客流量的提升推动销售额出现回升。

图 52 日本每月气温变化情况（℃）



资料来源：天气网，中国银河证券研究院整理

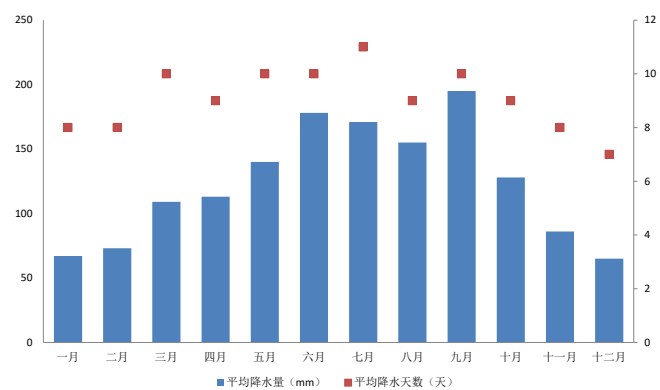
图 54 日本每月日照时长情况



资料来源：地图时间网，中国银河证券研究院整理

综上所述，自2008年全球金融危机以来，日本百货销售额规模走势较为稳定，其中存在结构性的季节变化，主要是节假日以及适宜外出的气候更利于带动百货的客流增长，从而推动销售额出现短期上扬；但从长期来看，即使是在热门城市、本地人口最为集中的东京、大阪商圈范围内，内需也并未能够带动百货销售额的有效增长。

图 53 日本每月降水情况（mm）

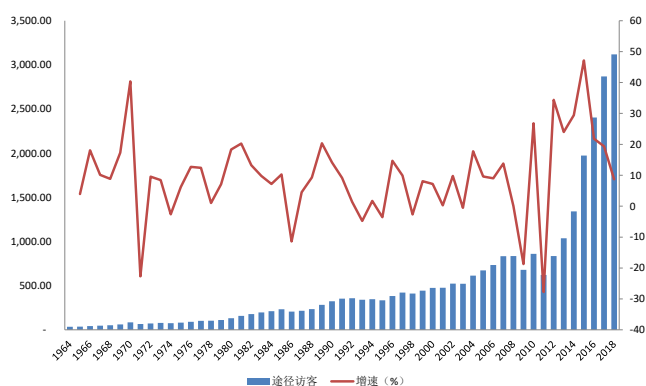


资料来源：天气网，中国银河证券研究院整理

## （二）日本百货行业本轮复苏主要依靠入境游客的购物支出拉动，中国赴日购物规模八年间增长破万亿日元

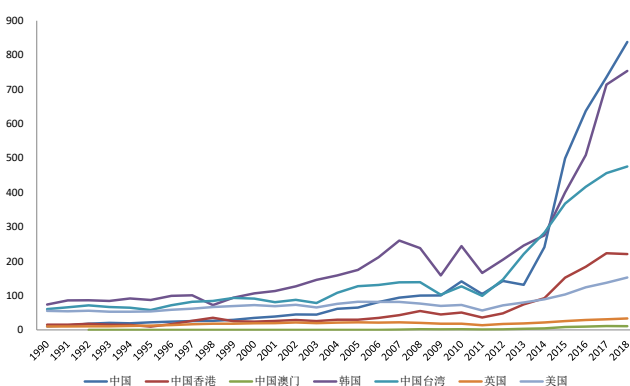
从日本观光旅游局统计的入境人员情况可以看出，入境人员的总数从 2013 至 2014 年开始出现明显的提升，其中中国大陆、韩国和中国台湾游客数量的绝对值明显领先于其他地区；主要原因包括对应时期日元的贬值以及日本政府当局逐步对于东南亚国家放宽入境签证政策。从入境人员的国籍分类情况来看，中国入境人员（包含大陆、中国香港、中国澳门以及中国台湾地区）的份额占比出现明显的提升，截止 2018 年合计贡献了近 50% 的日本入境人次，数值超过 1500 万人水平。

图 55 日本入境人员的数量（万人）变化趋势及增速



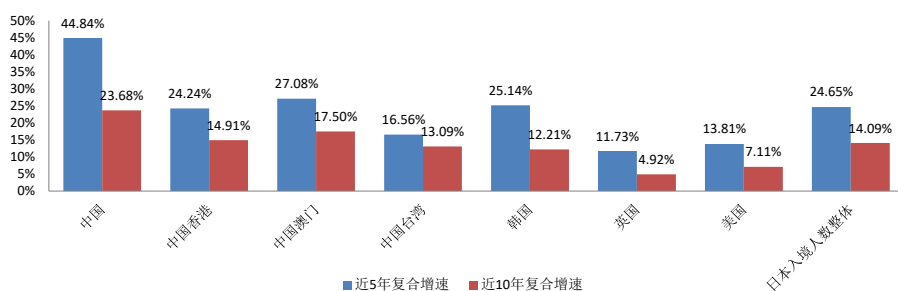
资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

图 56 各国及地区划分日本入境人员的数量（万人）变化趋势



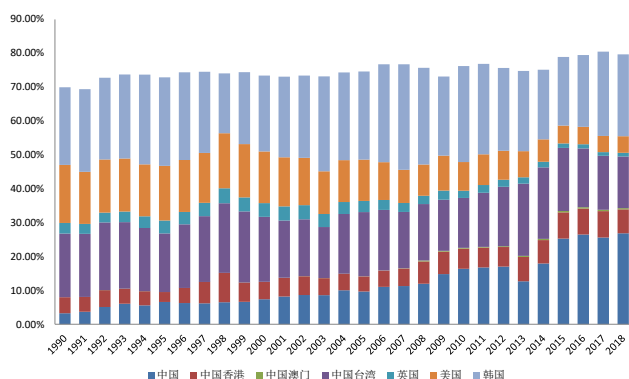
资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

图 57 各国及地区划分日本入境人员的数量增长变化趋势



资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

图 58 各国及地区划分日本入境人员的占比变化趋势



资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

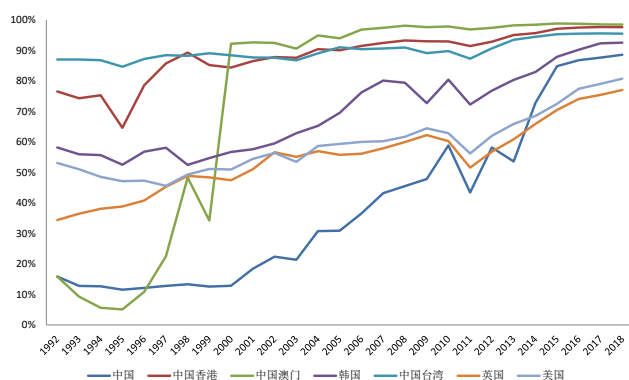
表 9 各国及地区划分日本入境人员的占比变化趋势

	中国内地	中国香港	中国澳门	中国台湾	中国合计	英国	美国	韩国
1990	3.28%	4.71%	0.00%	18.78%	26.77%	3.15%	17.14%	22.88%
2000	7.40%	5.11%	0.03%	19.19%	31.72%	4.06%	15.26%	22.37%
2008	11.98%	6.59%	0.26%	16.65%	35.48%	2.47%	9.20%	28.53%
2018	26.87%	7.08%	0.35%	15.25%	49.54%	1.07%	4.89%	24.17%
1990 至 2018 变化	23.59%	2.36%	0.35%	-3.53%	22.77%	-2.08%	-12.25%	1.29%

资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

此外，从入境的目的来看，各国入境人员中以观光游览为目的的游客占比都呈现出大幅提升，并逐渐趋于90%所有的水平。

图 59 各国及地区划分日本入境人员的游客占比变化趋势



资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

从入境的目的地来看，大部分入境人员的意向地点都集中在东京都、大阪府、京都府、千叶县（属于东京商业圈，包含成田国际机场、东京迪士尼乐园等）。但除了排名一致较为靠前的东京都和大阪府，其他地区意愿程度相对较弱，而且存在波动，例如2015年之前多数人关注神奈川县（属于东京商业圈，包含镰仓、箱根温泉、伊豆半岛等文化景点），但随后转变至千叶县；而且中国台湾和中国香港游客更偏爱冲绳、北海道等地，选择喜好之间存在偏差。按实际

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。



在当地的入住人员情况来看，关东地区（东京商圈，包括东京都、千叶县、神奈川县等）和近畿地区（包括大阪府、京都府等）占据主要份额，合计占比超过 60%；其次为九州（福岡、熊本等）和北海道。由此可知，随着入境人员数量的增加，对应东京和大阪商圈的百货会迎来更高的潜在客流量。

图 60 入境人员对于入境目的地的偏好选择情况统计

全部入境人员	东京都	大阪府	千叶县	京都府	神奈川县	福冈县
2011	50.6%	25.2%	9.0%	16.7%	11.8%	9.7%
2012	51.3%	24.0%	9.8%	17.3%	12.7%	9.4%
2013	47.3%	25.1%	9.6%	18.9%	11.2%	11.0%
2014	51.4%	27.9%	11.7%	21.9%	12.3%	8.9%
2015	52.1%	44.4%	36.3%	24.4%	11.3%	9.5%
2016	48.2%	39.7%	39.1%	27.5%	9.6%	9.9%
2017	46.2%	38.7%	36.0%	25.9%	8.5%	9.8%

全部入境人员-游客	东京都	大阪府	千叶县	京都府	北海道	福冈县
2011	49.8%	32.4%	9.9%	23.3%	11.7%	12.6%
2012	50.5%	30.1%	11.3%	23.4%	13.0%	12.7%
2013	43.2%	30.2%	11.1%	24.9%	12.1%	14.1%
2014	48.5%	34.1%	13.4%	27.9%	10.7%	11.3%
2015	48.2%	41.9%	40.1%	30.4%	10.2%	10.5%
2016	44.5%	44.7%	35.4%	33.2%	9.4%	10.6%
2017	41.1%	44.1%	32.4%	30.7%	9.2%	10.8%

中国内地入境人员	东京都	大阪府	千叶县	京都府	爱知县	神奈川县
2011	60.3%	48.3%	14.6%	24.5%	22.4%	20.1%
2012	59.3%	42.9%	15.1%	23.1%	21.1%	19.4%
2013	59.5%	40.0%	14.5%	25.8%	16.0%	19.2%
2014	67.4%	41.8%	20.0%	29.2%	21.1%	21.4%
2015	69.1%	54.4%	54.4%	35.4%	21.0%	19.6%
2016	59.3%	58.5%	42.5%	40.6%	19.5%	15.5%
2017	57.3%	54.7%	37.8%	35.0%	18.5%	11.8%

中国香港入境人员	东京都	大阪府	千叶县	京都府	冲绳县	北海道
2011	43.7%	25.8%	5.8%	7.4%	13.9%	11.5%
2012	52.2%	19.5%	8.5%	10.7%	10.5%	13.6%
2013	40.9%	23.5%	6.3%	13.7%	12.4%	11.5%
2014	38.9%	28.7%	5.8%	18.3%	11.6%	13.2%
2015	30.4%	35.3%	24.3%	18.3%	14.8%	9.9%
2016	33.7%	34.1%	26.9%	20.5%	12.1%	10.1%
2017	32.7%	33.2%	27.3%	17.7%	12.9%	9.3%

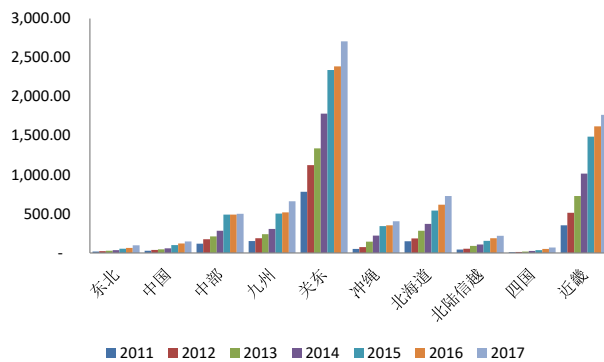
中国台湾入境人员	东京都	大阪府	千叶县	京都府	冲绳县	北海道
2011	39.4%	24.0%	8.7%	13.8%	4.3%	14.2%
2012	42.0%	20.8%	10.9%	12.9%	4.3%	13.5%
2013	37.4%	24.0%	13.9%	18.7%	5.6%	11.4%
2014	38.9%	24.0%	13.7%	18.2%	8.0%	11.3%
2015	36.4%	28.7%	31.5%	17.0%	9.5%	13.2%
2016	34.1%	30.1%	30.4%	19.5%	9.8%	12.0%
2017	32.6%	30.7%	29.8%	19.0%	10.9%	11.0%

中国内地入境人员-游客	东京都	大阪府	千叶县	京都府	爱知县	神奈川县
2011	75.0%	69.7%	22.4%	37.5%	32.2%	29.9%
2012	71.3%	63.1%	23.4%	36.1%	28.4%	26.6%
2013	68.0%	61.9%	24.0%	44.2%	21.1%	27.1%
2014	74.3%	59.4%	27.5%	43.6%	29.4%	26.7%
2015	70.4%	65.1%	53.0%	44.5%	25.3%	22.0%
2016	59.7%	68.6%	40.5%	49.5%	21.8%	17.1%
2017	55.9%	64.0%	36.2%	42.2%	19.7%	11.7%

资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

图 61 入境人员入住日本各地区目的地情况统计（万人）



资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

表 10 入境人员入住日本各地区目的地结构变化趋势

万人	2011 (万人)	2011 年占比	2017 (万人)	2017 年占比	复合增速	百分比变动
东北	18.39	1.08%	96.69	1.33%	31.86%	0.24%
中国	27.00	1.59%	145.41	1.99%	32.40%	0.41%
中部	116.91	6.87%	499.62	6.85%	27.39%	-0.02%
九州	152.26	8.95%	660.01	9.05%	27.69%	0.10%
关东	781.16	45.91%	2,706.10	37.10%	23.01%	-8.80%
冲绳	51.51	3.03%	405.84	5.56%	41.06%	2.54%
北海道	150.17	8.83%	726.58	9.96%	30.05%	1.14%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

北陆信越	41.83	2.46%	218.55	3.00%	31.73%	0.54%
四国	9.41	0.55%	69.01	0.95%	39.40%	0.39%
近畿	352.95	20.74%	1,765.56	24.21%	30.78%	3.47%
合计	1,701.58	100.00%	7,293.37	100.00%	27.45%	

资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

入境人员的消费中，主要关注国家中的中国、英国和美国水平优于整体的人均水平，其中中国的消费水平明显相对更高，均值水平超过 22 万日元，对比之下整体人均水平的均值不及 15 万日元；从游客的人均消费情况来看，游客的人均花费略低于整体水平（中国香港、美国和英国游客人均花费偏高），但所展现出来的趋势与整体水平一致。但横向对比可以发现，近 7 年观光游客的人均支出增速明显优于整体水平。

图 62 入境人员人均消费水平变化趋势（日元/人）

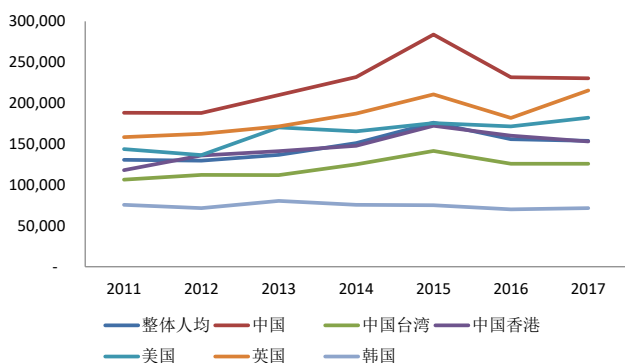
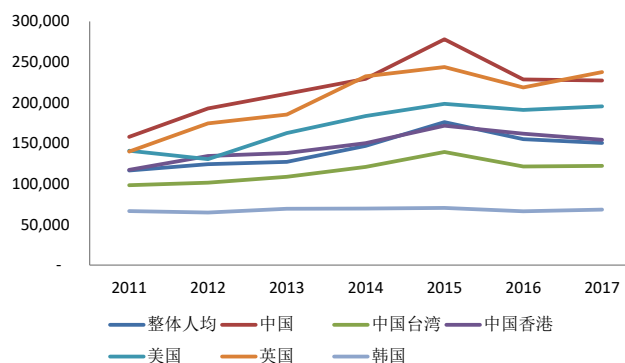


图 63 入境游客人均消费水平变化趋势（日元/人）



资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

表 11 入境人员在日本境内人均消费水平增速变化趋势

(日元/人)	2011	2017	7年复合增速	(日元/人)	2011	2017	7年复合增速
整体人均	130,819	153,921	2.35%	整体-观光游客人均	116,490	150,341	3.71%
中国	188,295	230,382	2.92%	中国	157,756	227,258	5.35%
中国台湾	106,503	125,847	2.41%	中国台湾	98,423	122,260	3.15%
中国香港	117,978	153,055	3.79%	中国香港	117,135	154,148	4.00%
美国	143,718	182,071	3.44%	美国	140,705	195,408	4.80%
英国	158,340	215,392	4.49%	英国	139,676	237,451	7.88%
韩国	75,626	71,795	-0.74%	韩国	66,482	68,499	0.43%

资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

分别选取 2010 年和 2017 年全体入境人员、全体游客的消费结构数据，对比可以发现，中国大陆赴日人员的全部花费中购物占据主要部分，保持约 50%左右的份额；中国香港和中国台湾地区的入境人员也将 35-40%的花费用于购物；这一水平远高于 25%左右的韩国，以及 15-20%的英美国家地区。同时结合考虑中国人均消费水平本就高于其他国家地区，2010 年中国大陆人均约多花费 4-8 万日元（约 2600-5300 元人民币）用于购物消费，这一差值在 2017 年达到 6-10 万日元（约 4000-6600 元人民币）。

图 64 2010 年入境人员消费结构情况

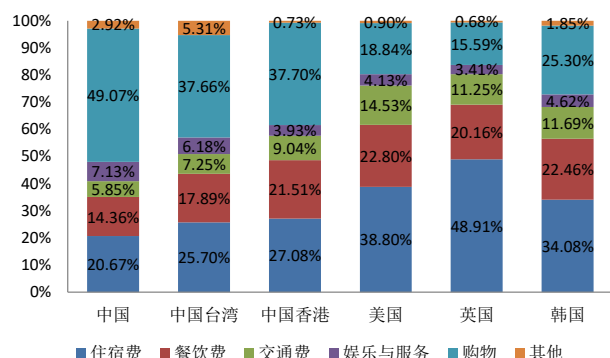
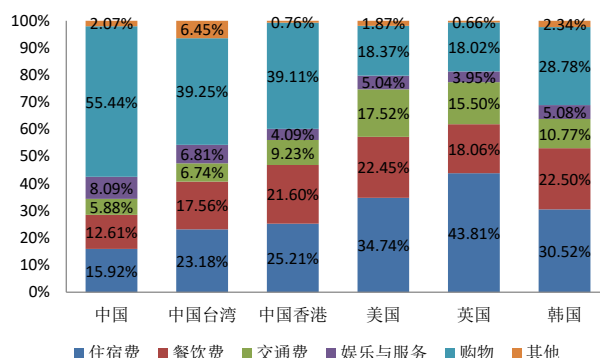


图 65 2010 年入境游客消费结构情况



资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

图 66 2017 年入境人员消费结构情况

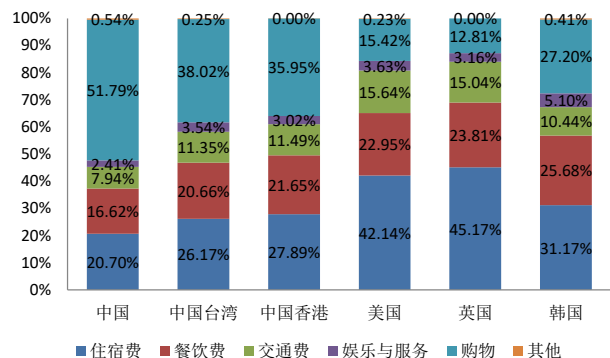
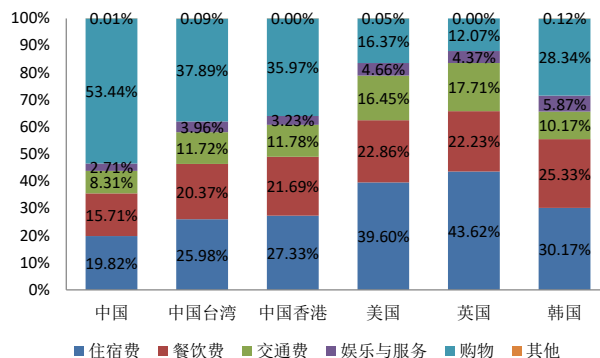


图 67 2017 年入境游客消费结构情况



资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

结合人均消费情况和人员数量变化情况，可以推测出相关的总体销售分布情况。以核心统计的六个国家/地区为参考（贡献了 70-80% 的入境人数），合计 2010 年至 2017 年用于购物的花费增加 1.13 万亿日元（对应 2010 年合计为 2709 亿日元，2017 年合计为 1.405 亿日元），其中中国大陆购物花费增加 7551 亿日元，贡献 66% 左右的增量；中国（包含大陆、中国香港和中国台湾地区）合计增加 1.02 万亿日元，对应约 90% 的增量。结合 2010 年至 2017 年日本的百货行业热门的化妆品品类销售额增加了 1833 亿日元，热门商圈东京和大阪的销售额增长了 864 亿日元，均远小于前述的购物部分花费的增长，因此我们可以推断赴日人员或是其中的入境游客的购物增长覆盖贡献了日本百货行业的主要提升空间。

表 12 入境人员消费结构测算

单位：亿日元

	中国内地	中国台湾	中国香港	美国	英国	韩国
2010 年整体						
购物	1,225.70	496.26	223.60	218.43	46.08	499.14
消费合计	2,497.74	1,317.58	593.04	1,159.31	295.58	1,973.20
2010 年游客						
购物	793.30	462.08	219.15	135.49	32.11	404.18
消费合计	1,430.97	1,177.18	560.34	737.38	178.21	1,404.23

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

<b>2017 年整体</b>	<b>中国内地</b>	<b>中国台湾</b>	<b>中国香港</b>	<b>美国</b>	<b>英国</b>	<b>韩国</b>
购物	8,776.89	2,183.72	1,227.74	385.97	85.70	1,394.53
消费合计	16,946.48	5,743.72	3,415.53	2,503.42	668.79	5,126.41
<b>2017 年游客</b>	<b>中国内地</b>	<b>中国台湾</b>	<b>中国香港</b>	<b>美国</b>	<b>英国</b>	<b>韩国</b>
购物	7,830.97	2,021.29	1,209.25	347.73	67.15	1,280.03
消费合计	14,653.00	5,334.58	3,361.60	2,124.25	556.31	4,516.36

资料来源：日本观光旅游局，中国银河证券研究院整理

### 三、日本百货行业发展启示：内外兼修，精准把握消费者的需求

根据上文对于日本百货行业的分析，我们可以发现自二战之后，日本百货行业的生命周期已经历了以下三个阶段：

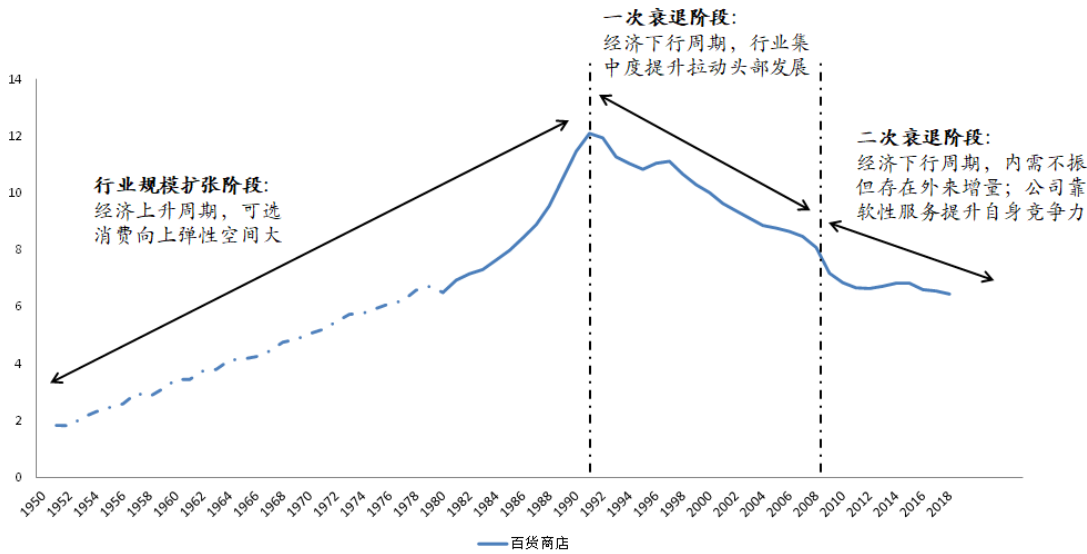
**阶段一（二战后至 1990 年）：**根据日本百货协会的报告描述，日本百货行业在二战后开始复兴而且在 1946 年就已经恢复到战前的销售额水平；伴随着经济的复苏，百货行业销售额稳步提升，但是各百货品牌门店之间同业竞争也随之加剧，同时由于日本政府 70 年代颁布《大型零售店铺法》加强对于大型店铺的限制，中小型零售业态也对百货形成挤压；但随后日本第二代出生高峰期（1970-1975 年左右，战后为第一批，达到适龄婚配生育后产生第二批）带来的人口红利显现，同时叠加 1985 年广场协议签订初期、政府调降利率致使货币升值且充裕，百货行业为代表的可选消费发展达到规模峰值；

**阶段二（1990 年至 2008 年）：**广场协议后期政府再度上调利率对市场进行调控，但最终导致地产泡沫破灭，国家整体进入经济萧条时期；此时百货行业呈现出首次衰退，尽管 90 年代政策短期刺激了国内消费，百货销售额小幅回升，但最终难敌经济下行的大趋势；2007 年开始百货公司为了稳固行业地位，开始顺应潮流通过收并购的方式提升集团化规模，行业集中度出现大幅提升；

**阶段三（2008 年至今）：**全球金融危机之后百货行业销售额受宏观经济拖累出现二次衰退，但此时内需不振日本百货行业却能实现部分地区门店和部分商品品类的结构性增长，主要是受益于日元贬值以及日本入境的政策放松；百货行业公司开始逐步优化自身门店，提高软性服务质量，在了解自身化妆品和奢侈品销售面向赴日人员尤其是亚洲游客存在性价比优势之后，充分提供相关服务，发展强势地区的核心门店，推动优势品类的销售增长。此阶段内的日本百货公司经过整合，J.FRONT 与三越伊势丹以集团的形式上市，与高岛屋三足鼎立；排除整合和上市初期盈利情况变动和 EPS 兑现情况对于 PE 的影响，行业的估值倍数基本稳定在 20-30 倍范围内波动（异常值的波动均源于三越伊势丹的盈利水平变化）；本轮龙头公司经营状态回暖趋稳后 ROE 均值水平基本稳定在 5% 左右上下浮动，效益型的特征显现。

其中，阶段二及阶段三中经济下行时期的行业发展规律以及公司自身的战略规划对于当前我国百货行业寻求出路更具有参考性，因此以下主要针对上述两个阶段中日本百货的应对之策进行分析讨论。

图 68 日本大规模百货公司零售销售额变化趋势（万亿日元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

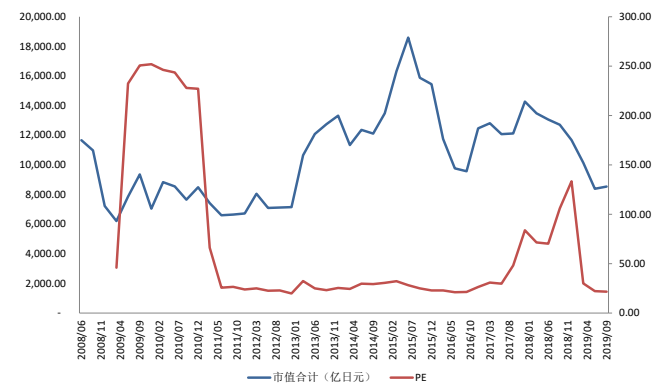
注：1980 年之前的销售额数据为拟合数据。

图 69 上市三大百货市值变化（亿日元）与 ROE 水平



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 70 上市三大百货市值变化（亿日元）与 PE 水平



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

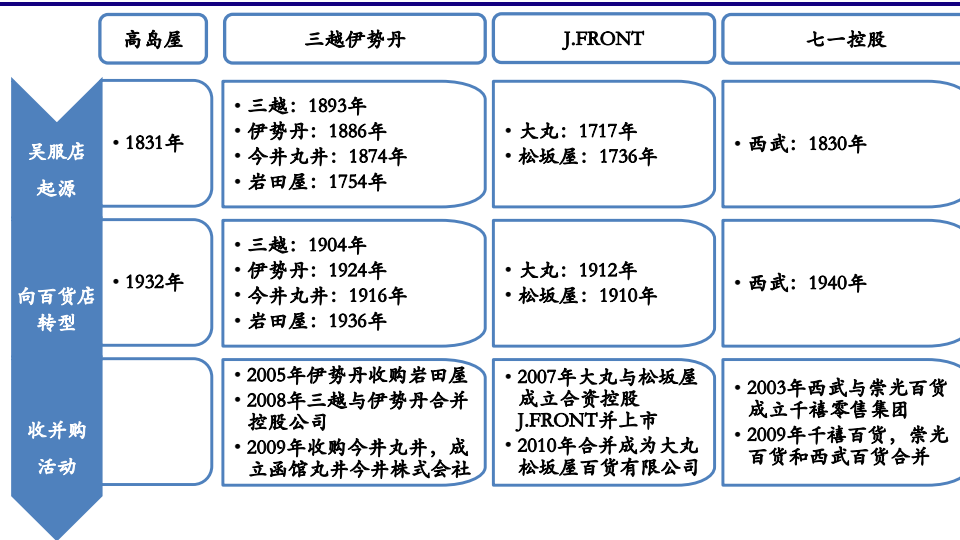
## （一）所谓“外”：日本百货行业集中度的提升主要依靠收并购，但其并非谋求发展的唯一出路

### 1. 顺应收并购潮流，日本百货品牌融合形成零售集团提升行业集中度与竞争力

早在 19-20 世纪日本便有吴服（和服）店开始售卖服饰，这些门店在 20 世纪初期开始向百货类的经营方式转变，将门店升级为百货店，并开始展店扩张，提升自身的行业地位与市占率；2000 年以来，日本百货行业集中度的提升主要依靠 2007-2009 年期间百货行业发生的收并购活动，除了高岛屋、丸井和东急以外，其他百货品牌均通过合并合资的方式形成零售集团。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

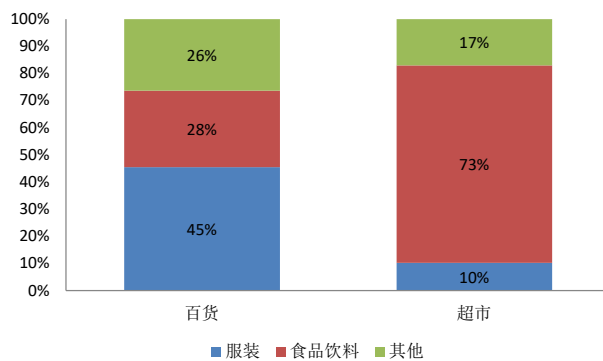
图 71 日本各大百货主要发展历程



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

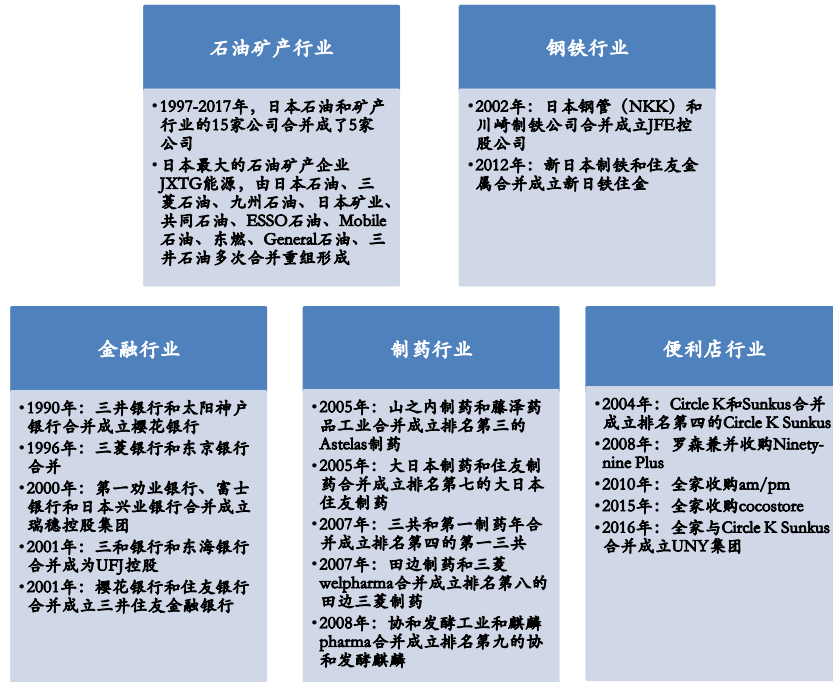
从日本社会环境角度来看, 受到日本泡沫经济破灭, 国际环境发生变化的影响, 头部公司大多通过兼并整合大方式, 来巩固自身在国际市场中的地位; 因此各个行业的头部企业均通过兼并收购的方式进行了行业的整合, 提升了行业的集中度。此外, 日本百货行业还面临其他零售业态的挤压竞争, 超市和便利店行业虽然属于必选消费渠道, 与百货不会产生直面竞争, 但从产业经济省的统计数据可以看出, 二者均主要售卖服装和食品饮料类的商品, 仅是销售额的贡献比重存在差异, 在经济下行时期, 主要售卖必选类食品饮料和相对低价服装的超市优势更为明显; 因此百货行业还需要寻求出路对抗其他零售渠道。

图 72 日本百货与超市售卖商品销售额占比分布情况 (%) -以 2019 年最新月度数据为例



资料来源: 日本产业经济省, 中国银河证券研究院整理

图 73 日本各行业兼并收购情况

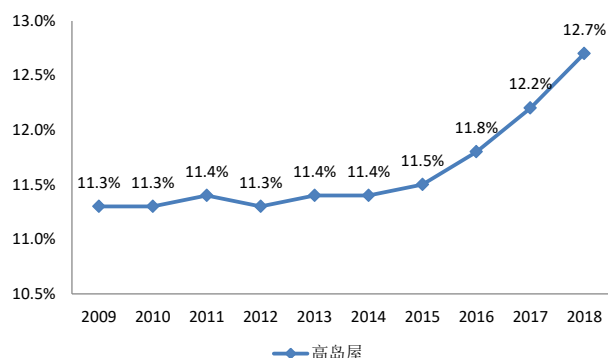


资料来源：网络公开新闻，中国银河证券研究院整理

## 2. 收并购并非提升行业地位的唯一途径，高岛屋品牌力独占鳌头

日本的百货行业提升并不完全依靠收并购活动，以龙头公司高岛屋为例，其自始至终仅经营高岛屋这一个品牌，并没有通过收购其他百货的方式进行扩张；尽管在集团排名中位列第三，高岛屋的品牌市占率稳居行业首位。高岛屋自1932年开始向百货行业转型以来，历史上仅关闭过3家门店，从各个门店的开张时间可以看出，20世纪60至70年代为公司主要扩张的时期，其中有12家门店均在这二十年的时间内开业；2008年之后是公司主要的海外扩张时期，海外的4家门店中有3家均是2008年之后开业。公司目前拥有25家门店（包含19家日本境内的百货，4家海外门店，2家独立的商业设施-购物中心）；其中百货为公司的主营业务，2018年贡献约87%的营收；百货门店中核心门店表现尤为突出，以大阪店、横滨店与日本桥店为例，三者2018年分别贡献16%，14%和14%（合计为45%）的总营业收入。

图 74 高岛屋市占率变化趋势



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 75 高岛屋门店布局情况



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

表 13 高岛屋门店开店情况

编 号	门店名称	开业 时间	闭店 时间	店龄	编 号	门店名称	开业 时间	闭店 时间	店龄
1	乌丸店	1919	1952	33	14	泉北店	1974		45
2	京都店	1919		100	15	高崎店	1977		42
3	大阪店	1930		89	16	岐阜店	1977		42
4	日本桥高岛屋 S.C.	1933		86	17	洛西店	1982		37
5	横滨店	1959		60	18	港南台店	1983		36
6	高岛屋立川购物中心	1960		59	19	新加坡高岛屋	1989		30
7	米子店	1961		58	20	津山店	1991	1999	8
8	堺店	1964		55	21	新宿店	1996		23
9	大宫店	1968		51	22	JR 名古屋高岛屋店	2000		19
10	玉川店	1969		50	23	伊予铁高岛屋店	2002		17
11	柏店	1973		46	24	上海高岛屋	2009		10
12	冈山店	1973		46	25	胡志明高岛屋	2016		3
13	歌山店	1973	2014	41	26	暹罗高岛屋	2018		1

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

## （二）所谓“内”：百货面对高度同质化的竞争，市占率的提升在于不断增强消费者粘性

### 1. 注重发展核心门店，通过结构性品类调整及门店升级改造带来营收增量

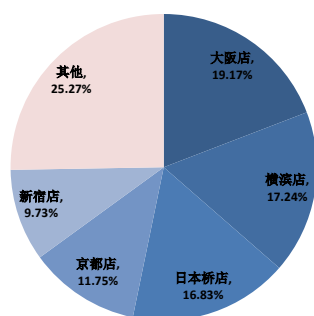
受地域面积的限制，日本各个百货品牌实际拥有的门店数量较少，头部品牌也仅有二十余家门店，因此单店的经营效率尤为重要。核心门店通常贡献对应百货品牌极大份额的销售额比重，决定了百货当年的销售额表现情况与同店营收增长空间。其中，高岛屋营收最高的 5 家门店 2018 年合计贡献了公司百货销售额的约 75%，远超其余 14 家门店的总和水平；以销售额最高的大阪店来看，单店营收规模达到 1473 亿日元（合约 96 亿元人民币，占比公司百货销售额的 19%）。J.FRONT 也在年报中明确公司需要重点发展心斋桥、上野、名古屋、神户、银座

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。



及京都等核心门店。三越伊势丹也在官网强调自身旗下位于东京市中心的三家核心商店（伊势丹新宿总店，三越日本桥总店和三越银座店）是公司的核心竞争力。从三家上市百货的核心门店分布情况可以看出，日本百货店的核心门店主要分布在东京（日本桥、新宿、银座）以及大阪（心斋桥）商圈，其区位亦是迎合了旅游消费的热点，进一步印证了我们前文中已经证明过的结论，外国入境人员的消费促进了日本百货行业的复苏。

图 76 2018 年高岛屋百货销售额按门店划分比重



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

由于区位较好的门店数量有限，公司为了极大可能的发挥头部门店的优势，还需要不断的升级改造对应的门店，为消费者营造更好的购物体验。从低成本改造来看，不需要对已有的商业体进行过大的改变，只是单纯的结构调整各个商品的占地面积，优化 SKU 结构，以 J.FRONT 为例，公司在发觉服装类商品尤其是女装商品销售额下滑明显之后，开始减少对应的门店面积，2016 至 2019 年公司的女装销售面积逐步下滑 30%，同时将对应的部分用于运营自营销品牌“Kiki Yococho”，其中包含化妆品、首饰以及快餐食品饮料等更容易吸引消费者的品类，以不断提升商场楼层的运营效率。

从需要投入建筑改造成本和较长改造周期的门店改造来看，更多的是在原有门店基础上进行更为精美以及便民的装修设计，同时利用附近的土地进行配套设施的扩建。以 J.FRONT 旗下最大的门店之一大丸心斋桥店为例，该门店的本馆在 2019 年进行了外观的翻新，一层配置更为契合富裕的本地消费者以及海外游客的需求，增加了化妆品、奢侈品的品牌数量与占地面积；同时地下一层将丰富新增 50% 的餐饮品牌，通过堂食环境的改善以提升消费者的体验感。公司官网同时披露，在主楼开放后，公司会对现有的百货北楼翻新，在 2021 年春季以 PARCO 购物中心的形式运营，原有的地下二层至地上七层的空间将开放出租，届时新楼与北楼将协同发展，更有利的吸引消费者前往购物。

图 77 J.FRONT 门店-松坂屋名古屋店改造示例



“Kiki Yococho,” Matsuzakaya Nagoya store

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 78 J.FRONT 门店-大丸心斋桥店改造示例

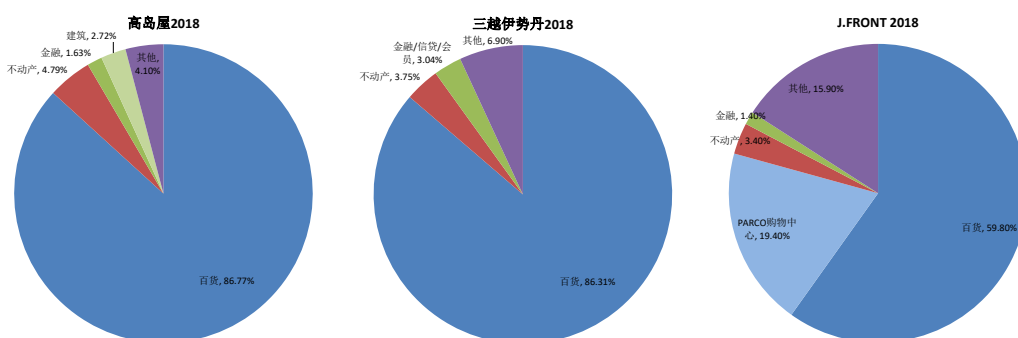


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

## 2.利用金融服务绑定忠实用户，有效稳定客流，积极提升客单价

从直接对公司经营产生影响的角度来看，日本百货公司注重对于金融业的发展，主要是通过办理会员卡提供消费折扣、预售商品券、发放联名会员卡信用卡（永旺、Seven&I 等公司甚至拥有自己的银行）等形式发展。从 2018 年的销售额数据来看，三大上市的百货集团营收中均有 2-4%的比重来自于金融类的业务，份额相对较小但持续稳定；金融业类业务规模的提升主要是受益于对应绑定会员数量的增长。在一家百货开设会员卡、购买商品券或是办理借贷卡之后，随之而来的是产生持续消费，此举不仅可以提升消费者粘性，同时还可以改善百货经营的现金流情况；但发展金融类业务需要以稳定的客流与客单价为基础，目前发展较为成熟的包括高岛屋旗下的信用卡和友之会、J.FRONT 的 JFR 信用卡以及三越伊势丹的 MICARD。从 J.FRONT 所公布的信用卡持卡人数量可以发现，公司的客流量有所波动变化，但持卡人占比常年围绕 1.96%左右浮动，占比保持稳定，是公司可持续的忠诚用户群体。

图 79 日本百货公司中金融业务的营收占据一定份额



资料来源：公司财报，中国银河证券研究院整理

图 80 日本百货公司中金融业务示例



资料来源：公司财报，中国银河证券研究院整理

表 14 高岛屋会员体系示例

会员分类		内容	
信用卡	金卡	<p>日々の暮らしを華やかに彩る1枚、ポイント最大10%</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 每年年费 1 万日元</li> <li>➢ 根据购买的商品种类不同，每 100 日元可累计积分 1%、3%或者 8%，特殊节假日累计积分 10%</li> <li>➢ 全年消费超过 100 万日元（不含税）第二年积分 10%</li> <li>➢ 每获得 2000 积分可以兑换 2000 日元的购物券</li> </ul>
	红卡	<p>暮らしの中で活躍するスタンダードな一枚、基本ポイント8%</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 首年无年费，次年起每年年费 2000 日元</li> <li>➢ 根据购买的商品种类不同，每 100 日元可累计积分 0.5%、3%或者 8%，特殊节假日累计积分 10%</li> <li>➢ 每获得 2000 积分可以兑换 2000 日元的购物券</li> </ul>
	蓝卡	<p>年会費無料でポイント最大5%</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 无年费</li> <li>➢ 根据购买的商品种类不同，每 100 日元可累计积分 1%或者 2%，特殊节假日累计积分 4%</li> <li>➢ 每获得 2000 积分可以兑换 2000 日元的购物券</li> </ul>
奖励卡			<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 无年费</li> <li>➢ 消费时出示即可享受积分（部分免税门店，线上渠道不可使用），不与高岛屋借记卡/信用卡、商品券、购物券同时使用</li> <li>➢ 根据购买的商品种类不同，每 100 日元可累计积分 2%（食品、餐饮和特价商品等积分 1%），特殊节假日累计积分 4%</li> <li>➢ 每获得 1000 积分可以兑换 1000 日元的购物券</li> </ul>

友好协会

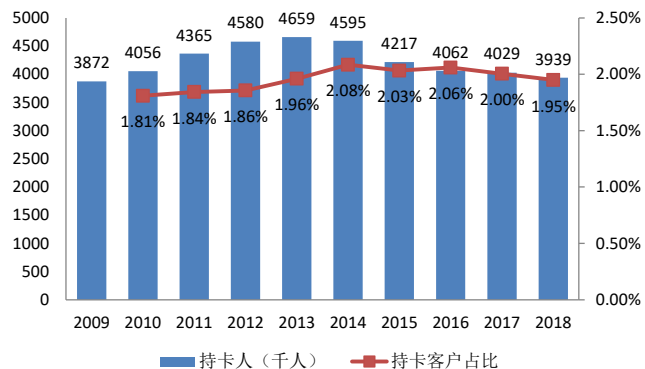
Rose Circle



- 每月缴纳 5000-50000 日元不等的会费用于购买商品，年终累计获得 13 月金额奖励
- 获得赠送的礼券、杂志及参与各类文化活动的机会

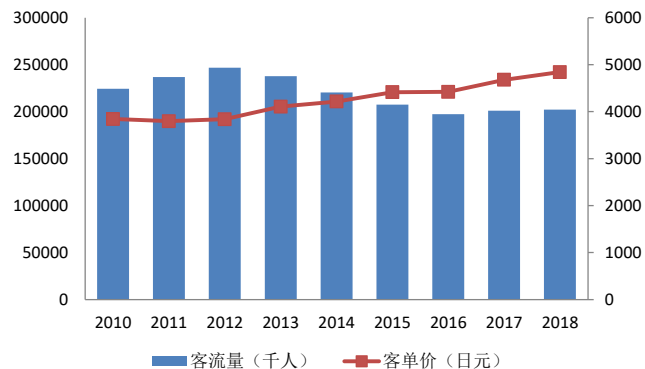
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 81 J. FRONT 信用卡持卡人会员数量情况（不含 PRACO）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 82 J. FRONT 客流量与客单价情况（不含 PRACO）



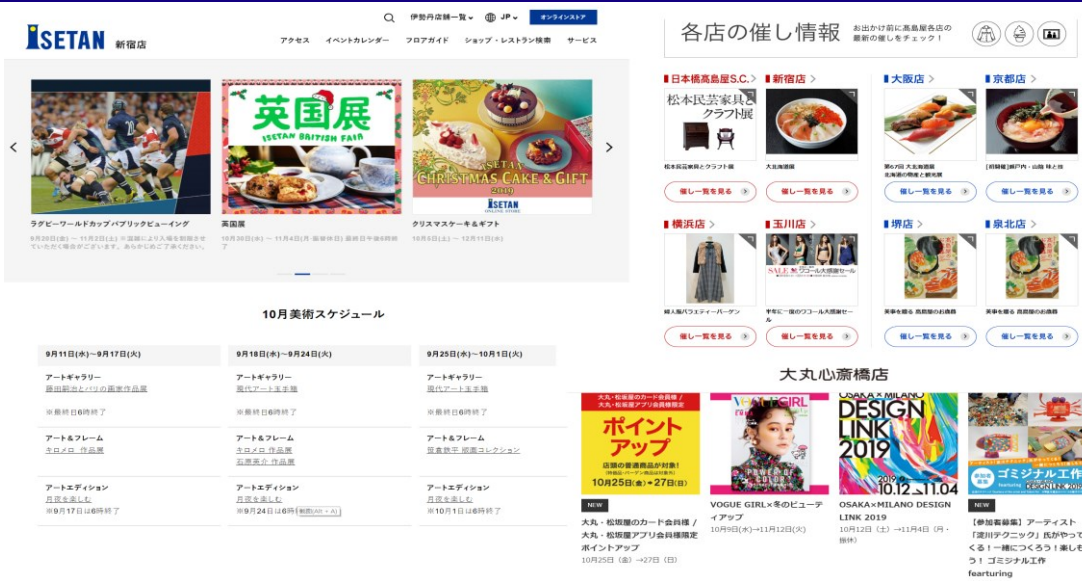
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

### 3. 通过软性服务改善消费者的购物体验，深度挖掘并准确把握热点消费需求

同样作为销售标准化可选商品的渠道，百货行业相较于线上的电商渠道而言，最大的竞争优势在于可以为消费者提供现实体验的购物环境，帮助消费者一站式、全方位、切实感受多元化的商品和服务。百货可以提供的服务种类形式亦是多种多样，即可以在于为消费者带来便利，也可以在于改善消费环境，简化消费流程等；其最终目的是为了吸引消费者到店，带来客流量的提升，诱导产生消费或是引发潜在的消费可能，带来门店营收规模的不断增长，实现可比店经营效率的提升。

由于商品销售的同质化程度较高，难以在产品品牌和种类上形成差异化竞争；因此诸多日本百货选择在店内提供丰富的展览活动，提升消费者的到店意愿以及消费体验，并实时在官网上公布各个门店的相关展出时间，其内容涵盖生活的方方面面；通过对应的会展展览主题吸引对应的潜在消费者人群，例如家具展面向具有购买家具意愿的消费者，食品展或是厨艺展更针对希望购买厨具以及多元化食品的家庭，时装展则吸引年轻前卫的消费者等等。

图 83 日本百货公司提供的展览活动网站示例



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

此外，由于日本百货中的中国消费者偏多，且主要是购买奢侈品或是化妆品等需要退税的商品，各家百货门店不仅在店面内提供对应的帮助，由具备专业知识的售货员搭配专门负责翻译的实习生留学生，提升中国消费者的购物体验，方便消费者与柜台的沟通以更有有效的找寻自身所需的商品；亦有在柜台上直接以中文、英文和韩文标注爆款商品的库存情况与售价，进一步简化沟通和询问的流程；同时还在化妆品柜台附近设立退税柜台，方便顾客相关退税业务的办理。

同时，针对海外消费者可能携带行李或是购买过多商品的情形，日本百货还会提供寄存以及商品邮寄的相关服务。以高岛屋为例，一方面百货为消费者提供各式的行李寄存服务，这样游客即使在携带行李或者购买大量商品之后，依旧可以享受轻松的购物体验，而且根据可能寄存的商品种类大小不同，区分了人工管理的物品寄存处，便捷、适合小型包裹的投币式储物柜以及适合保鲜冷藏商品的冷藏储物柜。此外，对于消费后的顾客，百货也会充分考虑后续的需求，包括将购买的商品配送至制定或是签约酒店，为游客将商品配送至机场亦或是直接提供海外配送服务。

图 84 日本百货公司提供的服务类型示例



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

## 四、配置建议：推荐外在扩张与内部服务兼顾的百货公司 天虹股份（002419.SZ）

中国百货行业与日本百货行业发展环境中最为相似的两个因素，一是二者均处于经济下行周期，作为可选消费的百货渠道缺乏规模扩张的弹性，难以实现持续的向上增长；二是老龄化问题日趋严重，一方面人口年龄偏向高龄会挤压劳动人口占比，劳动力的下滑可能会导致社会经济增长乏力，另一方面老龄人口的消费习惯、偏好商品品类与青年人有所区分，尽管他们的财富积累水平可能会相对更高（消费能力可能更高），但对于消费的便利性、消费环境的舒适度以及服务的周全性也有着更高的要求。两个因素共同作用之下导致内需不足，难以支撑百货行业销售额持续稳定扩张。

表 15 中日百货行业相关的宏观数据及百货行业增速数据对比

	日本			中国	
	1990	2008	2018	2008	2018
私人消费占比 GDP	55.28%	56.61%	56.12%	36.05%	39.37%
变化值		1.33%	-0.49%		3.32%
城市化率	77.34%	88.91%	91.62%	46.54%	59.15%
变化值		11.57%	2.71%		12.61%
劳动力人口占比	51.71%	52.39%	52.93%	59.70%	64.30%
变化值		0.69%	0.54%		4.60%
老龄化（65 岁以上）人口占比	11.87%	21.24%	27.47%	9.54%	11.94%
变化值		9.37%	6.24%		2.40%
户均收入水平（元/户）	28,502.87	28,645.86	29,446.59	47,342.04	117,753.00
复合增速		0.03%	0.28%		9.54%
百货行业销售额（万亿元）	1.35	1.36	1.27	0.19	0.38
复合增速		0.00%	-0.66%		6.89%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

但结合上文对于日本百货行业的分析，我们认为目前国内的百货公司发展环境与日本也存在一定的差异性。尽管二者行业的销售额均处于承压状态，但日本百货行业在发生收并购潮之前各百货的市占率已经达到较高水平，此外百货渠道受到线上销售冲击相对（中国）较小，同时入境游客的强大购买力（免税化妆品的价格优势）可以适当缓解其经营压力，由此来看，中国的百货企业不能照搬其中的成功经验，而是更多的需要从经营管理的策略层面对日本百货进行学习借鉴。

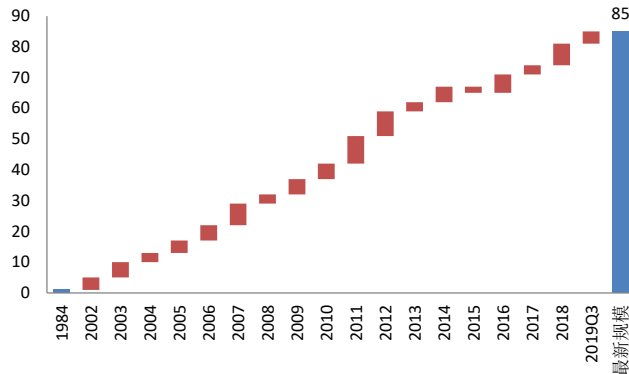
综合考虑国内上市百货公司的经营策略，天虹股份（002419.SZ）在对外门店扩张、核心优势华南地区发展、对内门店升级改造、多业态组合覆盖全场景需求等层面都较为符合日本百货行业发展的成熟模式，因此予以推荐。

### 门店项目稳步扩张，新店储备与扩张资金支持充沛

1985 年公司第一家门店深南天虹开业，此后开始在深圳当地逐步扩张运营规模；2002 年天虹商场开张南昌江大门店，自此开始跨区域的异地连锁经营，并在上市前（2010 年）逐步

覆盖广东、福建、江西、湖南、江苏、浙江六省；公司上市之后继续加密布局，稳步有序的推进全国范围内的门店扩张，截止 2019Q3，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/市的 26 个城市，共经营购物中心业态门店 16 家（含加盟、管理输出 5 家），百货业态门店 69 家（含加盟 3 家）；同时另有超市业态门店 84 家（含独立超市 10 家），便利店 164 家。

图 85 天虹股份旗下百货及购物中心数量变化趋势



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

同时对公司 2018 年至 2019Q3 的签约项目进行梳理可以发现，公司新进签约百货及购物中心类项目 27 个，其中长沙宁乡（2018 年 2 月）、江西九江（2018 年 6 月）、赣州定南（2018 年 11 月）和深圳松瑞（2019 年 7 月）4 个项目均已开业，其中有 3 个项目签约时间与实际开业时间相差不超过一个月。未来公司持续开店的基础雄厚，备用的项目充足。

表 16 天虹股份 2018 年至 2019Q3 签约百货/购物中心项目情况

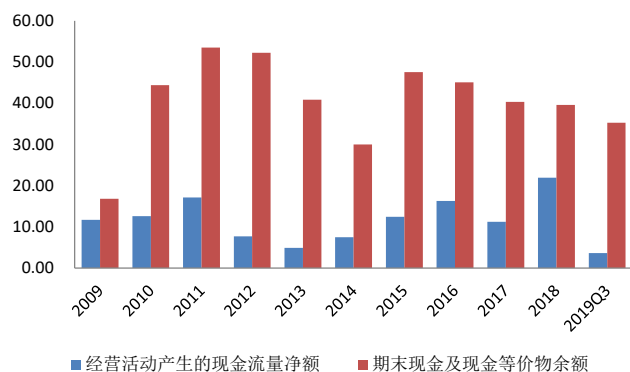
门店名称	地区	地址	面积 (m <sup>2</sup> )	签约时间	经营方式	已开业时间
广丰龙华世纪广场项目	华中区	江西省上饶市	54,000	2018/01/10	直营	
南昌经开天虹	华中区	江西省南昌市	41,348	2019/01/21	直营	
南昌红谷滩华茂项目	华中区	江西省南昌市	77,000	2019/06/27	直营	
九江天虹购物中心	华中区	江西省九江市	100,000	2018/05/18	加盟	2018/6/16
赣州定南容汇广场项目	华中区	江西省赣州市	22,300	2018/11/07	加盟	2018/11/26
赣州旺达广场项目	华中区	江西省赣州市	22,510	2018/10/26	加盟	
株洲醴陵市五彩广场项目	华中区	湖南省株洲市	40,000	2019/07/12	直营	
长沙世景国际广场项目	华中区	湖南省长沙市	54,000	2018/07/05	直营	
长沙方略城市广场项目	华中区	湖南省长沙市	80,000	2018/11/20	直营	
宁乡春城万象广场项目	华中区	湖南省长沙市	20,115	2018/01/17	管理输出	2018/02/03
永州天虹购物中心	华中区	湖南省永州市	100,000	2018/01/18	直营	
深圳松岗松瑞天虹	华南区	广东省深圳市	18,400	2018/06/25	直营	2019/09/18
深圳沙井地铁站天虹	华南区	广东省深圳市	12,971	2018/10/12	直营	
深圳合正观澜汇项目	华南区	广东省深圳市	70,980	2018/12/07	直营	
深圳星航华府项目	华南区	广东省深圳市	42,775	2019/03/21	直营	
深圳平湖海源城项目	华南区	广东省深圳市	26,100	2019/09/10	直营	

揭阳盛泰君和广场项目	华南区	广东省揭阳市	59,405	2019/08/08	直营
惠州博罗润发广场项目	华南区	广东省惠州市	61,545	2018/07/19	直营
惠州源东云锦项目	华南区	广东省惠州市	35,000	2019/06/28	直营
东莞旧锡边城市更新项目	华南区	广东省东莞市	96,000	2018/07/23	直营
东莞塘厦天悦中央项目	华南区	广东省东莞市	44,380	2018/12/03	直营
泰州天虹购物中心	华东区	江苏省泰州市	130,000	2018/03/29	加盟
吴江天虹购物中心	华东区	江苏省苏州市	63,000	2018/03/16	直营
昆山天虹购物中心	华东区	江苏省苏州市	108,160	2019/04/15	直营
苏州常熟美城休闲广场项目	华东区	江苏省苏州市	89,136	2019/08/06	加盟
漳州天虹	东南区	福建省漳州市	24,877	2019/08/30	直营
厦门松柏天虹购物中心	东南区	福建省厦门市	43,014	2018/07/27	直营

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

此外，从资金层面来看公司的经营性现金流净额水平与总营收水平变化趋势较为一致，近年来呈现出上升趋势，2018 年底达到 21.95 亿元；尽管现金及等价物的账面价值出现轻微下滑（主要在于投资性现金净流出规模增加），上市以来的均值水平达到 42.87 亿元，2019Q3 为 35.29 亿元，资金储备较为丰富。2016 年开始公司的现金满足投资比率达到 1 以上，并在 2018 年超过 3，说明公司的经营活动现金可以充分满足资本支出、存货增加以及现金股利支出等花费，经营活动所获得的净额可以支撑公司的合理扩充；而天虹的资产负债率亦是呈现出轻微的回落趋势，因此即使公司需要通过进一步借款增加账面资金以支持门店扩张，也存在较为充裕的向上空间。

图 86 天虹股份经营性现金流量净额与账面现金情况（亿元）

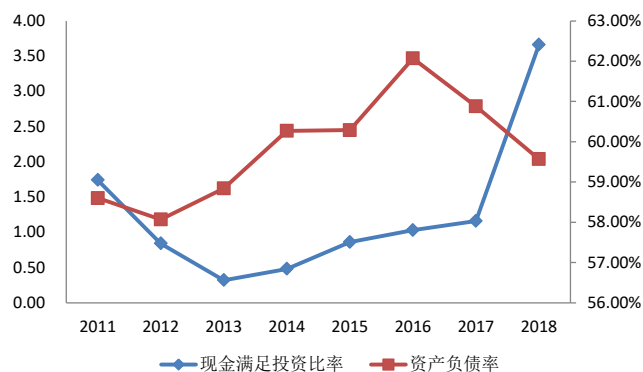


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 深圳为首的华南地区贡献主要营收，着力开发试验新业态

公司主力发展以深圳为首的华南地区（广东省），截止 2019Q3 天虹开业的 85 家百货/购物中心门店中有 41 家位于华南区，占比高达 48%；与之对应，华南区贡献了约 60% 左右的营收规模，因此可以看出该地区的零售业态运营效率明显优于其他地区。从可比店的毛利坪效水平可以看出，华南地区的百货店及购物中心运营水平高于其他地区的对应业态，2019Q3 分别达到 216 元/平米和 132 元/平米。此外，公司营业收入排名前十的门店中，有八家位于广东省，其中七家坐落于深圳，证明核心门店的布局与公司发展的优势区域相匹配。

图 87 天虹股份现金满足投资比率与资产负债率

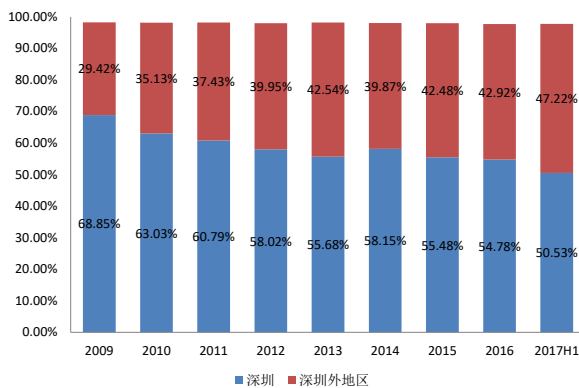


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



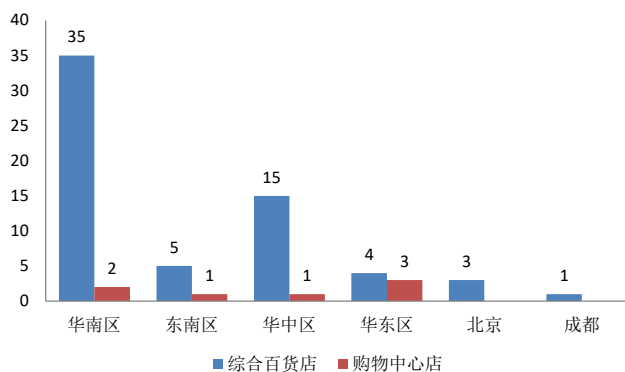
公司总部所在地深圳居民人均消费水平相对较高，消费者对新事物的接受程度偏高，公司偏好在深圳地区发展试验新业态，第一家无人值守便利店 WELL GO、公司全新超市品牌 sp@cc 以及主题化购物中心 Kids Republic 英伦小镇均率先在深圳开店。未来，深圳作为大湾区发展的核心引擎，会进一步发展其作为经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用，联合附近珠海、佛山、东莞等地形成高质量城市群，随着公司覆盖核心重点区域的人口数量与人均可支配收入不断提升，对应旅游休闲、百货及购物中心行业发展也将有望迎来新的发展。

图 88 公司营收结构 (2017 年之前)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 90 2019Q3 公司可比门店数量分布 (个)



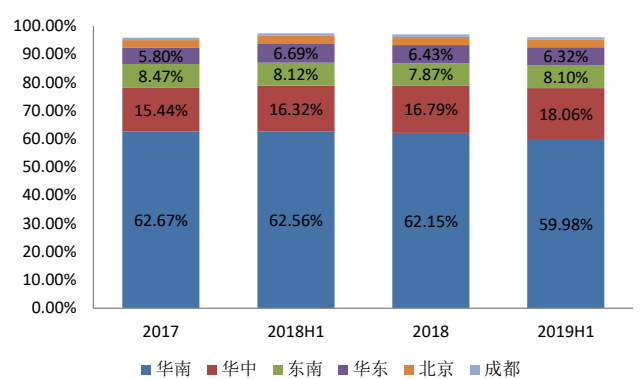
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

**百货门店加强购物中心化升级，主题街区与体验式业态占比提升**

为顺应追求个性化、强调体验感的消费趋势，公司大力推进门店品牌更替和商品主题编辑，为消费者提供更为丰富的商品和服务种类；天虹旗下百货门店持续试行一楼街区化、其他楼层主题编辑化调整；通过打造空间美学、VMD 主题陈列、专柜 PAD 搭配推荐，开展生活美学服务；以生活方式来重新组织构建商场内部品类分布和商品陈列，让商场的供给逻辑匹配消费者的消费决策逻辑，自 2013 年以来公司便逐步将该理念落实于新开门店，并对已有的老店进行升级改造。早在 2015 年公司百货门店中的体验式消费面积占比已经超过 20%。

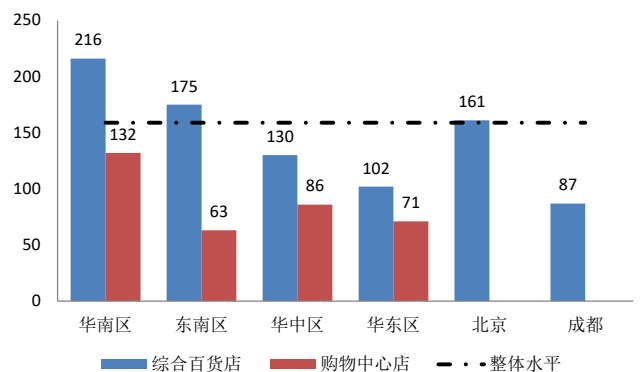
天虹购物中心则侧重于打造“畅享欢乐时光”主题，以“生活中心”为切入点聚焦欢乐时

图 89 公司营收结构 (2017 年之后)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

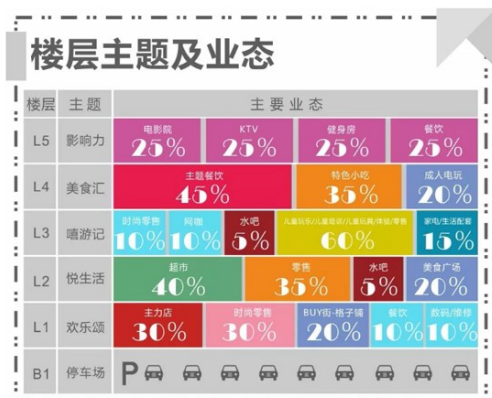
图 91 2019Q3 公司可比门店毛利坪效 (元/平米)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

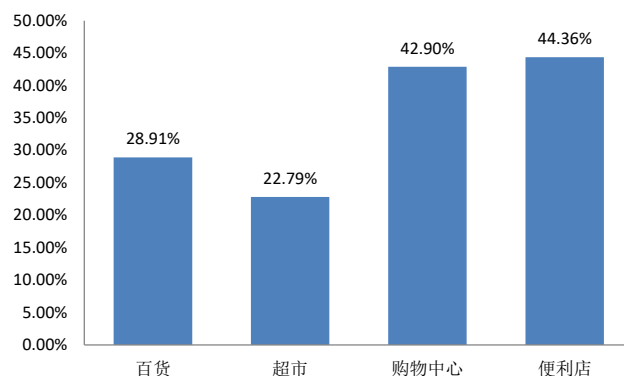
光与家庭生活；公司通过打造 Kids Republic、YES!街、生活+、灯光广场、云端乐园等系列特色主题街区提高项目的体验性和吸引力，提升客流量。目前，培育期较短、毛利率水平较高、利润增速较快的购物中心也是公司业绩增长的有力支撑。

图 92 以 2018 年开业的上饶余干天虹门店为例看体验式布局



资料来源：赢商网，中国银河证券研究院整理

图 93 2019Q3 公司各业态毛利率水平



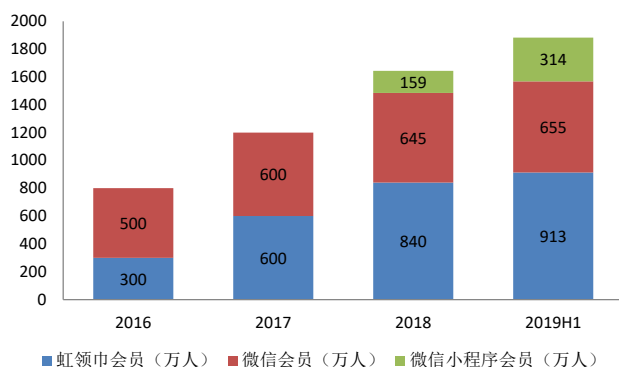
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### 多业态组合发展覆盖线下全场景，搭配线上数字智能化运营

天虹除了发展百货、购物中心等可选消费渠道，同时注重对于超市及便利店等必选消费渠道的布局。公司在 2017 年 1 月推出 sp@ce 生活超市，在对传统超市门店进行改造的同时不断加快独立超市的扩张，在供应链方面公司持续深耕优质源采，致力于为顾客提供安全、优质的产品。独立超市在零售逻辑上打破以“商品群”为导向的思维，建立以顾客生活需求为导向的“生活区块场景”。通过官方 APP“虹领巾”，消费者可以在线上选购商品，通过“天虹到家”服务，门店商品超市直送，2 小时内送到家。线下 sp@ce 支持“手机自助买单”功能，顾客用手机扫描商品即可轻松完成在线支付，无须排队结算。此外，公司超市的扩张先前均依托公司百货及购物中心业态，伴随着独立超市的开业，超市业态的发展开始不再依托大店发展。

在 2014 年，天虹通过收购万店通，正式进军便利店业态，公司便利店发展顺应互联网发展潮流，采用“零售+餐厅式+个性化服务+O2O”的模式，并采用两种店型相组合的方式（在原先三种的基础上近期不再发展无人便利店），分别定位社区生活和都市办公生活。

从 2010 年开始，公司推出自有的线上平台；从 2013 年开始与腾讯合作，推出自己的微信公众号平台。截止 2017 年末，公司的三款主要线上产品“虹领巾”APP、天虹微信服务号、天虹微品，已涵盖了从会员管理、营销、服务和销售到中后台的供应链和品类管理。基于已有的线上平台，公司分别从门店、商品、顾客、销售四个方面展开数据化建设，构建智能零售全渠道。2019H1 公司数字化会员人数达到 1882 万人次，坚厚的线上会员基础对于支撑公司未来线上业务发展、辅助线下销售增长均具有重要作用。

**图 94 公司会员数量变化情况**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

综上，我们认为天虹在百货、购物中心、超市和便利店多种业态中以服务领先、质量领先为特征优势，在行业独树一帜。公司以顾客需求为导向，通过数字化技术深耕线上服务，通过业态升级打造优质服务，通过供应链转型提供高效服务，提升商品品类管理效率。结合公司门店有序扩张及零售业务毛利率不断提升，我们维持预测公司 2019/2020/2021 年将分别实现营收 195.14/201.60/208.69 亿元，归母净利润 8.94/10.60/12.19 亿元，对应 PS 为 0.60/0.58/0.56 倍，对应 PE 为 13/11/10 倍，维持“推荐评级”。

**表 17 天虹股份盈利预测表**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (单位: 百万元)	18536.28	19137.95	19514.03	20159.83	20869.18
增长率(%)	7.31%	3.25%	1.97%	3.31%	3.52%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	718.19	904.38	893.57	1059.85	1218.53
增长率(%)	37.03%	25.92%	-1.20%	18.61%	14.97%
EPS (元/股)	0.60	0.75	0.74	0.88	1.02
销售毛利率	25.76%	27.25%	28.72%	29.29%	29.73%
净资产收益率(ROE)	11.92%	15.01%	14.83%	17.59%	20.22%
市盈率(P/E)	19	13	13	11	10
市净率(P/B)	2.21	1.79	1.66	1.53	1.41
市销率(P/S)	0.72	0.61	0.60	0.58	0.56

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2019 年 11 月 28 日收盘价）

## 五、风险提示

日本百货行业与中国百货行业发展背景与竞争环境存在差异，难以形成确实有效的启示、建议的风险。

公司门店扩张速度不及预期的风险；公司门店升级改造效果不及预期的风险。

## 插图目录

图 1 日本大规模零售销售额变化趋势 (万亿日元) .....	3
图 2 日本大规模零售销售额增速变化趋势 (%) .....	3
图 3 百货行业份额占比变化趋势 (%) .....	3
图 4 日本 GDP 与私人消费 GDP 增速变化趋势 .....	4
图 5 日本私人消费 GDP 占比 GDP 总体的比重 .....	4
图 6 日本城市化率变化趋势 (%) .....	4
图 7 日本人口数量 (万) 及增速 (%) 变化趋势 .....	5
图 8 日本人口按年龄划分的结构变化趋势 .....	5
图 9 日本人口中劳动力人口占比变化趋势 .....	5
图 10 日本户均可支配收入 (日元) 变化趋势 .....	5
图 11 日本户均可支配收入增速 (%) 变化趋势 .....	5
图 12 按城市层级划分日本百货行业销售额变化趋势 (亿日元) .....	7
图 13 按城市层级划分日本百货行业销售额增速变化趋势 (%) .....	7
图 14 按城市层级划分日本百货行业销售额份额变化趋势 (%) .....	7
图 15 按具体县市划分日本百货行业销售额变化趋势 (亿日元) .....	8
图 16 按具体县市划分日本百货行业销售额增速变化趋势 (%) .....	8
图 17 按具体县市划分日本百货行业销售额份额变化趋势 (%) .....	8
图 18 日本百货行业品牌 CR5 与 CR11 变化趋势 .....	9
图 19 2018 年日本百货行业市场份额划分 (按品牌) .....	9
图 20 日本百货行业品牌与集团结构 .....	9
图 21 日本百货行业集团 CR4 与 CR8 变化趋势 .....	10
图 22 2018 年日本百货行业市场份额划分 (按集团) .....	10
图 23 2018 年日本百货行业门店数量份额划分 (按集团) .....	10
图 24 日本百货行业品牌数量与门店数量的变化趋势 (个) .....	11
图 25 日本单品牌百货平均门店数量变化趋势 (个) .....	11
图 26 日本百货单个门店店均面积变化趋势 (万平方米) .....	12
图 27 日本百货单个门店店均营收变化趋势 (亿日元) .....	12
图 28 日本百货年坪效变化趋势 (万日元/平方米) .....	12
图 29 日本百货单个门店店均员工数量变化趋势 (个) .....	13
图 30 日本百货年人效变化趋势 (亿日元/人) .....	13
图 31 按商品一级划分日本百货行业销售额变化趋势 (亿日元) .....	14
图 32 按商品一级划分日本百货行业销售额增速变化趋势 (%) .....	14
图 33 按商品一级划分日本百货行业销售额份额变化趋势 (%) .....	15
图 34 按商品二级划分日本百货行业销售额变化趋势 (亿日元) .....	15
图 35 按商品二级划分日本百货行业销售额增速变化趋势 (%) .....	15
图 36 按商品二级划分日本百货行业销售额份额变化趋势 (%) .....	16
图 37 日本零售销售额各品类增速 (%) .....	16
图 38 日本零售销售额各品类占比 (%) .....	16

图 39 日本零售销售额各品类占比变化情况	17
图 40 日本社会消费零售额占比情况（分品类）	17
图 41 日本百货行业销售额占比情况（分品类）	17
图 42 百货行业与社会零售销售额增速-总量	18
图 43 百货行业与社会零售销售额增速-服装类	18
图 44 百货行业与社会零售销售额增速-食品类	18
图 45 百货行业与社会零售销售额增速-化妆品类	18
图 46 日本就业人口数量分布情况（万人）	19
图 47 日本南关东与近畿地区人口占比情况	19
图 48 日本百各区域人口数量复合增速情况	19
图 49 东京与大阪的人均百货销售额水平变化趋势（日元）	19
图 50 日本百货行业销售额（亿日元）及增速（%）	20
图 51 日本百货行业月度销售额（亿日元）	20
图 52 日本每月气温变化情况（°C）	21
图 53 日本每月降水情况（mm）	21
图 54 日本每月日照时长情况	21
图 55 日本入境人员的数量（万人）变化趋势及增速	22
图 56 各国及地区划分日本入境人员的数量（万人）变化趋势	22
图 57 各国及地区划分日本入境人员的数量增长变化趋势	22
图 58 各国及地区划分日本入境人员的占比变化趋势	23
图 59 各国及地区划分日本入境人员的游客占比变化趋势	23
图 60 入境人员对于入境目的地的偏好选择情况统计	24
图 61 入境人员入住日本各地区目的地情况统计（万人）	24
图 62 入境人员人均消费水平变化趋势（日元/人）	25
图 63 入境游客人均消费水平变化趋势（日元/人）	25
图 64 2010 年入境人员消费结构情况	26
图 65 2010 年入境游客消费结构情况	26
图 66 2017 年入境人员消费结构情况	26
图 67 2017 年入境游客消费结构情况	26
图 68 日本大规模百货公司零售销售额变化趋势（万亿日元）	28
图 69 上市三大百货市值变化（亿日元）与 ROE 水平	28
图 70 上市三大百货市值变化（亿日元）与 PE 水平	28
图 71 日本各大百货主要发展历程	29
图 72 日本百货与超市售卖商品销售额占比分布情况（%）-以 2019 年最新月度数据为例	29
图 71 日本各行业兼并收购情况	30
图 74 高岛屋市占率变化趋势	31
图 75 高岛屋门店布局情况	31
图 76 2018 年高岛屋百货销售额按门店划分比重	32
图 77 J.FRONT 门店-松坂屋名古屋店改造示例	33
图 78 J.FRONT 门店-大丸心斋桥店改造示例	33
图 79 日本百货公司中金融业务的营收占据一定份额	33

图 80 日本百货公司中金融业务示例	34
图 81 J.FRONT 信用卡持卡人会员数量情况 (不含 PRACO)	35
图 82 J.FRONT 客流量与客单价情况 (不含 PRACO)	35
图 83 日本百货公司提供的展览活动网站示例	36
图 84 日本百货公司提供的服务类型示例	36
图 85 天虹股份旗下百货及购物中心数量变化趋势	38
图 86 天虹股份经营性现金流量净额与账面现金情况 (亿元)	39
图 87 天虹股份现金满足投资比率与资产负债率	39
图 88 公司营收结构 (2017 年之前)	40
图 89 公司营收结构 (2017 年之后)	40
图 90 2019Q3 公司可比门店数量分布 (个)	40
图 91 2019Q3 公司可比门店毛利坪效 (元/平米)	40
图 92 以 2018 年开业的上饶余干天虹门店为例看体验式布局	41
图 93 2019Q3 公司各业态毛利率水平	41
图 94 公司会员数量变化情况	42

## 表格目录

表 1 1968-2018 年日本零售行业 TOP10 排名榜单	2
表 2 日本百货地域划分	6
表 3 区域性百货门店数量及分布情况	10
表 4 日本百货单店与坪效数据对比王府井百货与天虹股份	12
表 5 日本百货单店与人效数据对比王府井百货与天虹股份	13
表 6 日本百货商品售卖种类划分	13
表 7 百货行业与社会零售销售额增速之间的相关性统计	17
表 8 日本 2018-2019 年法定节假日	20
表 9 各国及地区划分日本入境人员的占比变化趋势	23
表 10 入境人员入住日本各地区目的地结构变化趋势	24
表 11 入境人员在日本境内人均消费水平增速变化趋势	25
表 12 入境人员消费结构测算	26
表 13 高岛屋门店开店情况	31
表 14 高岛屋会员体系示例	34
表 15 中日百货行业相关的宏观数据及百货行业增速数据对比	37
表 16 天虹股份 2018 年至 2019Q3 签约百货/购物中心项目情况	38
表 17 天虹股份盈利预测表	42

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。**

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)