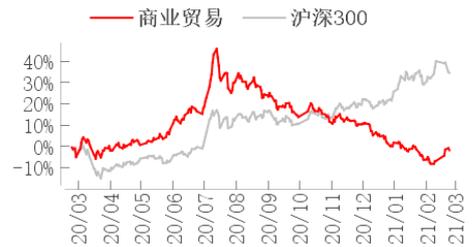


复盘 TJX 看国内折扣零售业发展机遇

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国
行业	商业贸易行业
报告发布日期	2021年02月23日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511010001

联系人 崔凡平
021-63325888*6065
cuifanping@orientsec.com.cn

核心观点

- **TJX 作为品牌折扣零售龙头，壁垒在于优秀的模式和高效的运营。** TJX 成立于 1976 年，其坚持正品折扣的运营模式，在全美零售业低迷时期销售额持续增长。截止 2020 财年，TJX 在全球设立了 4529 家门店，营收与净利润规模分别达到 390 亿和 33 亿美元，是全球范围内品牌折扣零售的龙头企业。我们认为公司拥有两大核心壁垒。1) 科学灵活的商业模式，具体包括“机会主义”采购、买手制。2) 高效率的运营，具体包括数字化库存管理、物流搭建、灵活商店调整。在核心壁垒之下，公司的经营实现良性循环，赢得了大量上游品牌商的信任，实现了低费用率、高周转率，盈利能力优秀，资金储备充裕。
- **唯品会或成为中国线上化的 TJX。** 从四个角度对比 TJX 与唯品会。1) 成长背景：中国消费需求总量增长下行，疫情冲击造成这一现象加剧，呈现与美国相似的发展趋势，为折扣零售行业提供了成长红利。2) 商业模式：唯品会与 TJX 拥有相似的核心运营模式，聚焦品牌+折扣，同时在销售品类方面也存在相似性，均以服饰家居为主要品类。除此之外，唯品会的仓储管理模式中最具特色和竞争力的是“零库存”模式，不承担库存压力，拥有更强的上游议价能力。3) 营销策略：TJX 与唯品会鲜明和本质的差异在于是否线上化，渠道的差异导致了购物场景的差异，进而导致运营及营销层面的差异。TJX 在运营层面注重“寻宝式”体验，营销方面维持商品价格稳定，不做大促。唯品会则是营造“抢购”式购物氛围，多种手段刺激交易。这一方面 TJX 与唯品会可比性不强，但是两家公司均能够形成稳定有效的营销模式，证明了各自商业模式的长期价值。4) 蜕变催化剂：“品牌+特卖”核心商业模式中，优质的品牌供应是公司成长发展的基石。从合作品牌数量上来说，唯品会与 TJX 差距不大，但是从质量层面唯品会仍未同 TJX 一样打入一些中高端品牌。2021 年平台经济反垄断政策正式出台，打破“二选一”后，进一步的品牌扩容或成为促成唯品会再次蜕变的催化剂。
- **TJX 对于国内百货业的两点启发。** 1) 从平台思维到自营思维的转变。TJX 的成功一方面来自于需求侧提升带来的行业红利，但更核心的还是基于自营思维构建起的商业模式。国内百货渠道从强势到弱势发生转变，对应的经营思维也需要随之改变。国内百货公司曾有过自营业务层面的尝试，但是未能坚持到成果展现。2) 小型城市奥特莱斯或有发展机遇。中国奥特莱斯发展时间较短，目前以郊区为主流。参照 TJX 的商业模式，目前中国还没有出现类似的线下零售商。城市奥特莱斯，在传统奥特莱斯的基础功能之上，进行品牌、面积精简之后，再融合现代购物中心的娱乐性功能，或存在发展机遇。

投资建议与投资标的

- 本文复盘了 TJX 的发展路线和核心壁垒，并就唯品会和 TJX 做了详细对比。推荐同 TJX 一样聚焦自身“品牌+特卖”垂直领域，核心竞争力稳固，受益行业发展红利的中国线上折扣零售龙头唯品会(VIPS.N, 买入)。

风险提示

- 行业反垄断监管形势变化；疫情影响持续；行业竞争加剧；宏观经济形势变动

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 TJX：优秀模式与高效运营铸就壁垒，成就细分龙头.....	5
1.1 品牌折扣零售龙头，多部门全球化发展	5
1.2 严控成本，盈利优秀，现金充裕	7
1.3 模式科学，运营高效，铸就壁垒	9
2 唯品会：能否成为线上化的 TJX？	11
2.1 中国宏观环境提供行业成长红利	11
2.2 相似的商业模式，更强的上游议价	13
2.3 不同的购物场景，特色的营销模式	15
2.4 实现再蜕变的决定因素：品牌扩容	16
3 TJX 对国内百货业的启发	17
3.1 从平台思维到自营思维的转变	17
3.2 小型城市奥特莱斯或有发展机遇	19
风险提示.....	20

图表目录

图 1: TJX 历年营收 (百万元)	5
图 2: TJX 历年净利润 (百万元)	5
图 3: TJX 四大部门.....	6
图 4: TJX 四大部门 FY2020 营收占比	6
图 5: TJX 全球 FY2020 门店分布 (家)	6
图 6: TJX 毛利润及毛利率变化.....	7
图 7: TJX、Macys 毛利率对比	7
图 8: TJX、Macys 净利率对比	7
图 9: TJX、Macys SG&A 费率对比.....	8
图 10: TJX、Macys 存货周转率对比	8
图 11: TJX 经营活动现金流及自由现金流.....	8
图 12: Macys 经营活动现金流及自由现金流	8
图 13: TJX 现金流创造能力较强.....	8
图 14: TJX 全球买手增长	9
图 15: TJX 买手培养体系	9
图 16: TJX、Macys 坪效对比.....	10
图 17: T.J.Maxx 平均店铺面积变化.....	10
图 18: TJX、Macys 库存周转对比.....	10
图 19: TJX 高效库存周转	10
图 20: TJX 物流配送网络资本投入	11
图 21: TJX 配送中心概况	11
图 22: 美国 GDP 不变价十年复合增速	12
图 23: 美国个人消费支出十年复合增速	12
图 24: 社会消费品零售总额 (2020 年 1-12 月)	12
图 25: 社会消费品零售总额同比增速 (2008-2020 年)	12
图 26: TJX 品类收入结构	13
图 27: 唯品会自营品类收入结构.....	13
图 28: TJX 存货 (百万美元)	14
图 29: 唯品会存货 (百万元)	14
图 30: TJX SG&A 费用率	15
图 31: 唯品会销售、管理、履约费用率	15
图 32: 唯品会“抢购”式营销策略	16
图 33: 唯品会合作品牌墙 (部分)	16

图 34: 唯品会合作品牌数量 (个)	16
图 35: 美国折扣零售行业市场规模	17
图 36: 中国百货行业市场规模 (亿元)	18
图 37: 王府井营业收入 (百万元)	18
图 38: 徐家汇营业收入 (百万元)	18
表 1: TJX 发展历程.....	5
表 2: TJX 物流分拨中心面积 (sq/ft)	11
表 3: 唯品会仓储模式	14
表 4: 2019 年 TOP10 奥特莱斯业绩	19

1 TJX：优秀模式与高效运营铸就壁垒，成就细分龙头

1.1 品牌折扣零售龙头，多部门全球化发展

TJX 公司是美国最大的品牌折扣零售商。TJX 成立于 1976 年，主要面向中产阶级及以上阶层的家庭，产品范围包括轻奢品牌服饰、家居用品、珠宝首饰等，商品售价较正价零售商折扣率 20%-60%。自成立以来 TJX 坚持正品折扣的运营模式，在全美零售业低迷时期销售额也保持持续增长。截止 2020 财年，TJX 在全球设立了 4529 家门店，营收与净利润规模分别达到 390 亿和 33 亿美金。

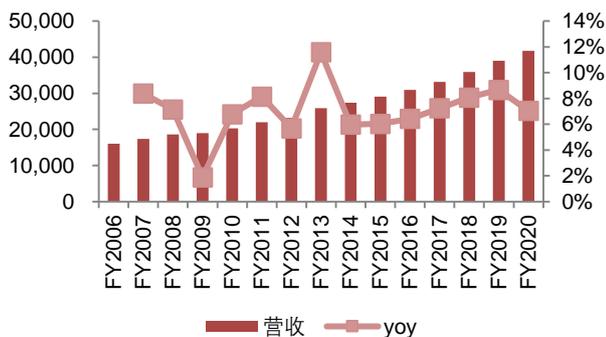
TJX 前身 Zayre 为折扣百货公司，曾拥有仓储零售部门。TJX 最初的前身为 1919 年成立的新英格兰贸易公司，主要从事女性针织业务，后发展为连锁女装店。1956 年公司正式更名为 Zayre，从事折扣百货业务，并于 1962 年在纽交所上市。首家 T.J.MAXX 门店于 1977 年在马萨诸塞州开业，折扣销售家居及服饰。1987 年，Zayre 正式成立 TJX，旗下业务部门包括 T.J. Maxx、Hit or Miss 和 Chadwick's of Boston。1989 年，Zayre 更名为 TJX 并将下属的仓储会员制业务（BJ Whole Sale 和 Home Club）剥离，正式确立了家具及服饰品牌折扣零售的商业模式。

表 1：TJX 发展历程

时间	TJX 历史沿革
1977 年	首家 T.J.MAXX 门店在马萨诸塞州开业
1987-89 年	更名 TJX，进行重组，剥离仓储会员制业务（BJ Whole Sale 和 Home Club）
1992 年	推出 HomeGoods
1995 年	收购当时全美第二大折扣零售商 Marshalls
2007 年	进入快速海外扩张阶段，进入德国、波兰和奥地利市场
2009 年	抓住次贷危机机遇，扩大供应商，引入品牌商
2012 年	收购美国低价电商 SIERRA TRADING POST
2013 年	推出电商网站 tjmaxx.com
2015 年	收购澳大利亚折扣零售商 Trade Secret

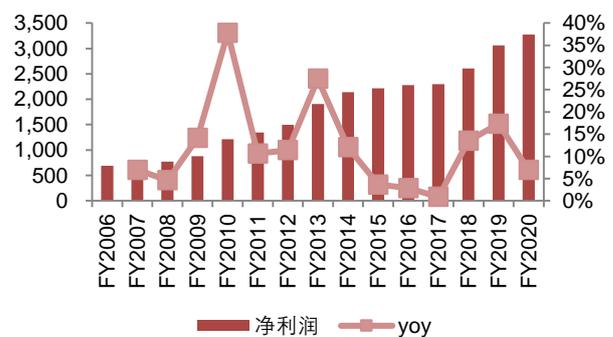
资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 1：TJX 历年营收（百万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

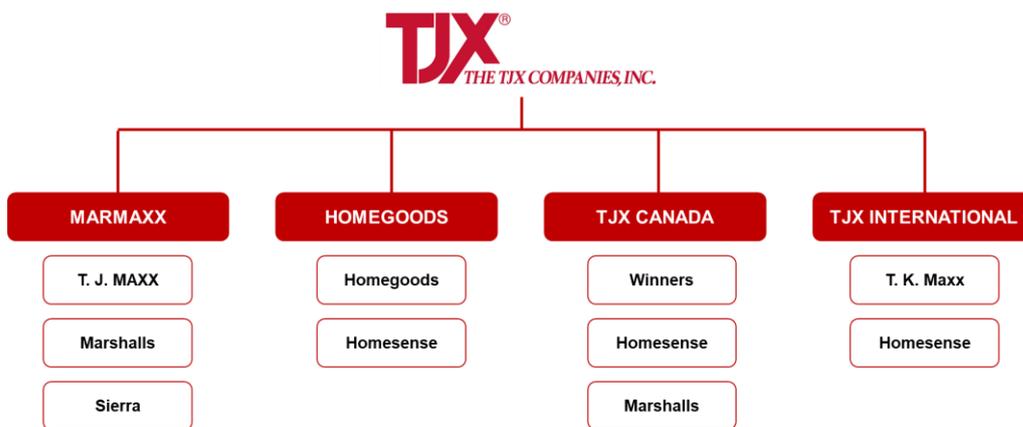
图 2：TJX 历年净利润（百万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

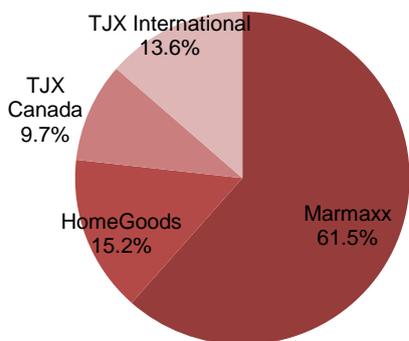
内生+外延双管旗下，形成四大业务部门全球化发展。TJX 通过内生孵化加外延并购的方式已经形成四大商业部门：Marmaxx(包括 T.J.Maxx、Marshalls)，HomeGoods，TJX 加拿大(包括 Winners、Marshalls、HomeSense)，TJX 欧洲(包括 T.K.Maxx、HomeSense)。T.J.Maxx 是公司最早的商业形态，HomeGoods、T.K.Maxx 和 HomeSense 这三种商业形态是公司在发展过程中逐步内生孵化而来，Marshalls (1995 年完成收购，当时是全美仅次于 TJX 的折扣零售商)、Winners (1990 年完成收购，借机打入加拿大折扣零售市场)则是通过外延并购手段并入。截止 FY2020，公司已经在美国、加拿大、欧洲及澳洲完成了全球化布局，海外门店数量超 25%，营收占比达到 23%。

图 3：TJX 四大部门



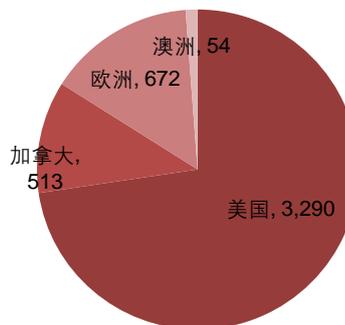
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：TJX 四大部门 FY2020 营收占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：TJX 全球 FY2020 门店分布（家）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 严控成本，盈利优秀，现金充裕

注重维系供应商合作关系，降低采购成本。TJX 与供应商关系良好，多年合作实现双方共赢。一方面，TJX 具有强大库存消化能力，可以帮助供应商出清缺陷商品（清仓、断码等），TJX 同时获得较低的采购价格；另一方面，TJX 买断式采购，不保留退货权也不要求供应商提供传统零售的销售补贴，有效降低供货商成本，也为 TJX 提供较强议价能力。尤其在金融危机后，TJX 成功扩大供应商数量，议价能力大幅提升，毛利率显著上升。

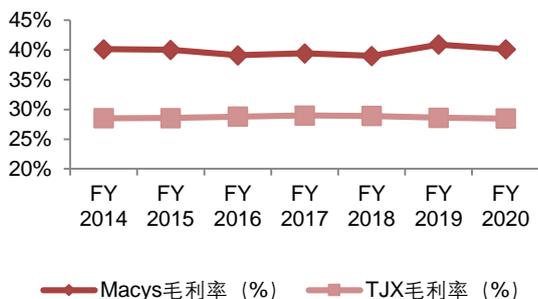
图 6：TJX 毛利润及毛利率变化



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

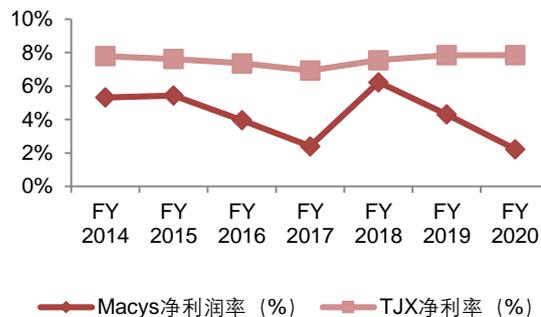
低费率&高周转显著提升盈利能力。由于折扣零售的特性，TJX 相较梅西百货毛利率显著偏低，但受益于高效存货周转和超低费用率，TJX 净利率远高于梅西百货。2020 财年，TJX 运营费率仅为 17.87%，同期梅西百货 SG&A 费率为 35.52%；TJX 存货周转率为 6.32，远高于梅西百货的 2.90。TJX 超低 SG&A 费率的原因在于：1）门店内部装饰及陈设极为简单，装修成本仅为传统百货的 30%-50%；2）门店员工较少，忙季聘用临时员工，压缩人力成本；3）仅针对产品线进行广告推广，广告费率为传统零售百货的 1/4。

图 7：TJX、Macys 毛利率对比

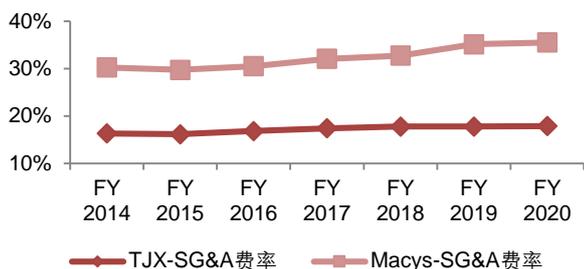


资料来源：Wind，东方证券研究所

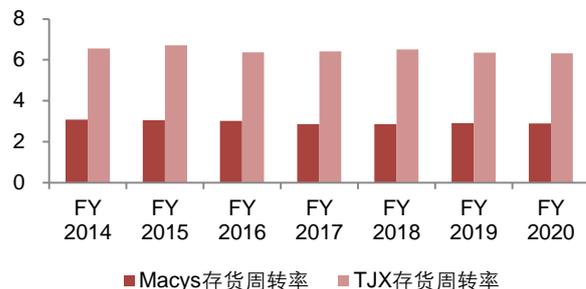
图 8：TJX、Macys 净利率对比



资料来源：Wind，东方证券研究所

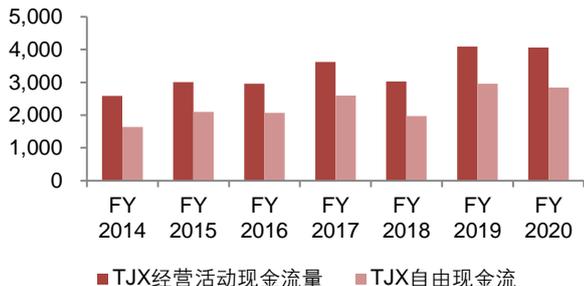
图 9: TJX、Macys SG&A 费率对比


资料来源: Wind, 东方证券研究所

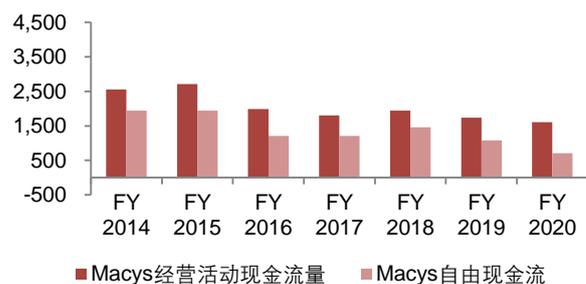
图 10: TJX、Macys 存货周转率对比


资料来源: Wind, 东方证券研究所

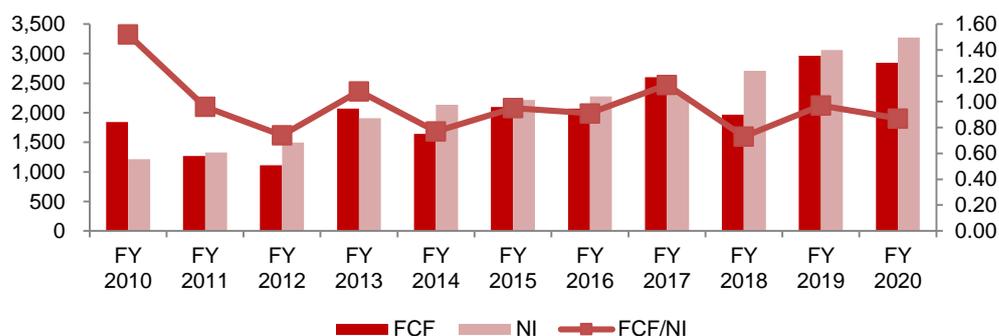
现金造血能力强劲, 有力支撑业务扩张。TJX 现金流始终保持在较高水平, 自由现金流/净收入比例长期保持在 1 左右。FY2020, TJX 经营活动现金流为 41 亿美元, 期末自由现金流为 28 亿美元; 同期梅西百货经营活动现金流仅为 16 亿美元, 期末自由现金流为 7 亿美元。充足的现金流支撑 TJX 高速业务扩张和并购活动, 公司运营始终保持活跃。

图 11: TJX 经营活动现金流及自由现金流


资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 12: Macys 经营活动现金流及自由现金流


资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 13: TJX 现金流创造能力较强


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

1.3 模式科学，运营高效，铸就壁垒

公司拥有科学灵活的商业模式，具体包括“机会主义”采购、库存管理、物流、灵活商店布局。

“机会主义”灵活采购体系，发掘当季低价优质商品。区别于传统百货公司提前订货的方式，TJX选择“机会主义”采购模式：1) 通过相对“滞后”的采购周期，TJX可以对当季趋势作出更好的判断；2) 采购团队通过买断供应商积压库存、退单尾单实现超低采购成本。公司会利用各种机会，在服装和家居时尚市场上以大量折扣购买商品。这些机会的来源包括被取消订单的产品、制造商超额生产、品牌商或零售存货出清、来自制造商或品牌商的特殊定制。公司的全球采购策略对于灵活性保持高度重视，使公司能够对市场上频繁变化的机会和趋势作出反应，并调整采购方式、采购内容、采购时间。

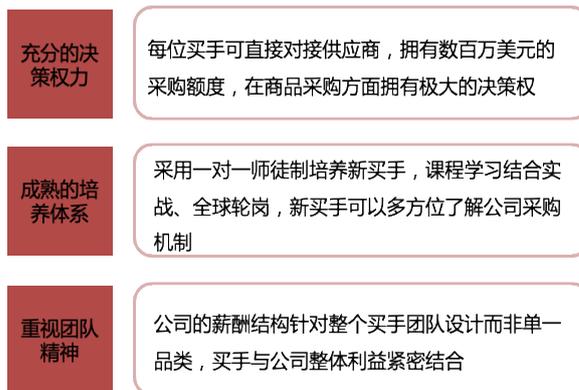
成熟的买手机制显著降低产品销售周期。TJX通过全球储备的买手，根据市场需求趋势、库存变化和当季流行风向进行采购。公司拥有1100+位全球买手，与100多个国家超过21,000+品牌供应商保持良好合作。买手团队始终活跃在供应商市场上进行应季商品的选购，门店每周固定上新，商品更新速度快，滞销风险小，购销周期一般短于3个月。公司优秀的销售能力使得与供应商的互信不断增长，形成良性循环。公司可以向供应商采购品类、款式、尺寸不全的商品组合，付款及时，不会向上游索取额外的降价优惠（如广告或促销），交货优惠（如直运到商店或延迟交货）和退货特权，因此在供应商侧具备良好的信誉。

图 14: TJX 全球买手增长



资料来源: Wind, 东方证券研究所

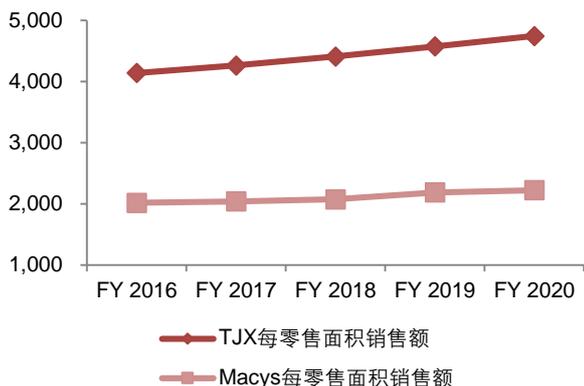
图 15: TJX 买手培养体系



资料来源: 哈佛商业评论, 东方证券研究所

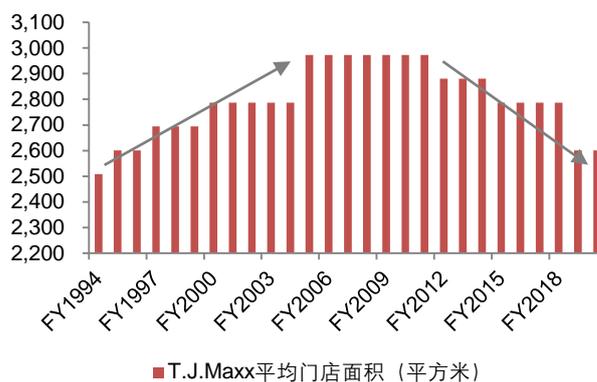
店铺运营策略顺应外部变化，实现高坪效。在店铺运营策略层面，TJX会根据实际经营效果对单店平均面积、品类、品牌、营销等层面不断进行调整和改进。以 T.J.Maxx 的单店平均面积为例，早期平均店铺面积为 27,000 平方英尺，随着业务规模不断扩大，单店平均面积上升至 30,000-40,000 平方英尺，从 2012 财年开始单店平均面积呈现回调趋势。TJX 持续调整最佳门店样本，并能将样品迅速推广，从而实现超高坪效。2020 财年，TJX 门店平均坪效达到 4,7244 美元/平方米，是梅西百货的两倍多，远远超过传统零售百货平均水平。

图 16: TJX、Macys 坪效对比



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

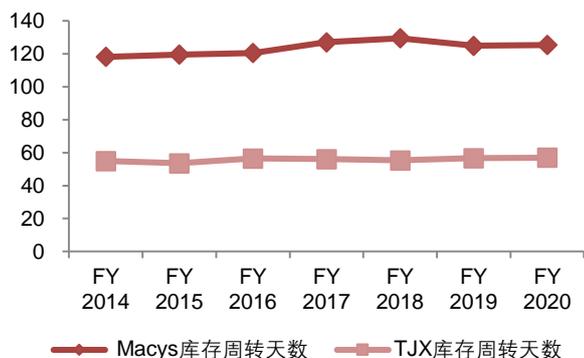
图 17: T.J.Maxx 平均店铺面积变化



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

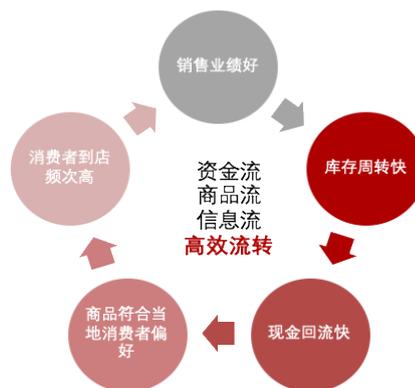
数字化库存管理打造高效周转。TJX 拥有专业的库存规划、采购、监控和降价系统, 加上配送中心的存储、加工、处理和运输系统, 使公司能够根据当地偏好和人口统计来定制商店中的商品, 在大量产品上实现快速的店内库存周转。此外, 公司利用专门设计的计算机系统提供的信息, 集中做出定价和降价决策, 并确定库存补货。受益于高效的数字化存货数据分析系统, TJX 得以形成一套完整的存货计划、购买、检测和降价系统, 门店的价格决策和库存管理严格执行总部指令。通过实行严格的库存管理, 结合高效的配送体系, TJX 可以实现商品与门店的匹配, 销售期大幅缩短, 始终保持一个较低的库存水平。

图 18: TJX、Macys 库存周转对比



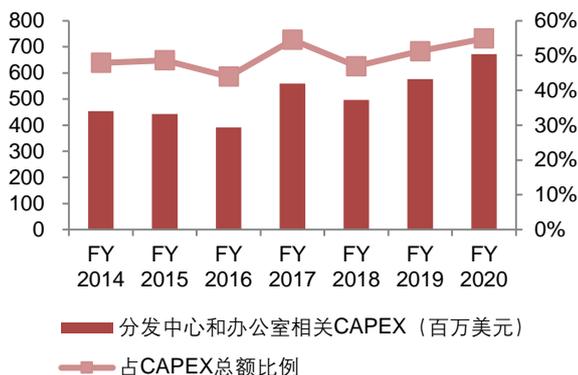
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 19: TJX 高效库存周转

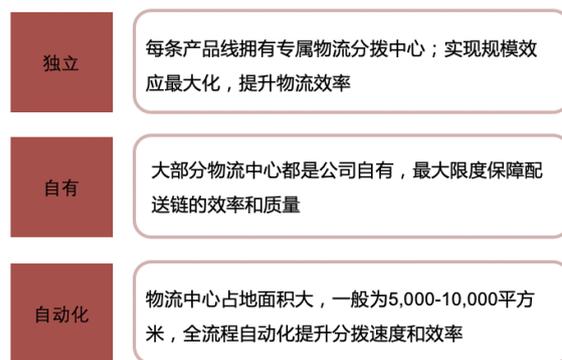


资料来源: 熊猫资本, 东方证券研究所

持续优化的物流配送网络坚实底层基础。TJX 从成立初期即注重物流中心的建设。自 1990 年起，TJX 每年投入大量资金后端供应链网络的建设，每年约 40%-50%的 CAPEX 投入到物流分拨中心和信息系统的优化。目前，TJX 在 6 个国家共拥有 29 个配送中心，总面积超过 175 万平方米。TJX 针对每条品牌线设立分拨中心，实现高度自动化和高效运转。根据熊猫资本数据，每年超过 20 亿件商品实现分拨中心和门店之间快速配送，可以做到每日日内补货。

图 20: TJX 物流配送网络资本投入


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 21: TJX 配送中心概况


资料来源: 熊猫资本, 东方证券研究所

表 2: TJX 物流分拨中心面积 (sq/ft)

产品线	自有物流中心面积	租赁物流中心面积	物流中心个数	物流中心总面积
T.J.Maxx & Marshalls	7,339,000	3,062,000	13	10,401,000
HomeGoods	3,268,000	460,000	5	3,728,000
Sierra	780,000	-	1	780,000
TJX Canada	-	2,062,000	4	2,062,000
TJX International	-	1,955,000	6	1,955,000
	11,387,000	7,539,000	29	18,926,000

资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

2 唯品会: 能否成为线上化的 TJX?

2.1 中国宏观环境提供行业成长红利

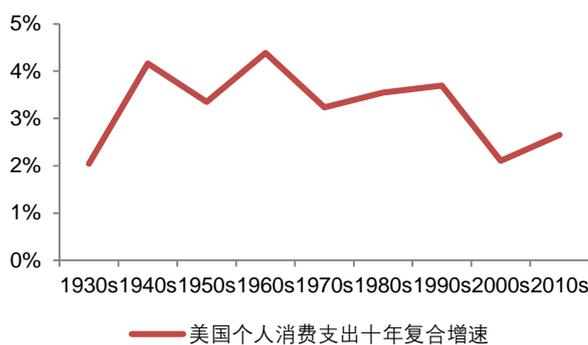
美国折扣零售行业的成长与宏观环境存在一定相关性。根据我们在《零售业景气细分, 行业东风已启》一文中的详细分析, 美国折扣零售业穿越多次零售业转折, 在宏观相对不景气的时期发展壮大。

美国存在经济增长降速, 消费需求增长中枢下移的趋势。对比 GDP 不变价同比增速, 美国在 50s、60s、70s、80s、90s、00s、10s 的不同阶段中, 年复合增速分别为 3.60%、4.27%、3.16%、3.32%、3.44%、1.74%、2.56%。对比个人消费支出同比增速, 美国在 50s、60s、70s、80s、90s、00s、10s 的不同阶段中, 年复合增速分别为 3.35%、4.38%、3.23%、3.55%、3.70%、2.10%、2.65%。

考虑到 2008 年全球性金融危机对 00s 阶段的经济数据重大负面影响，美国经济增长和消费增长自 70 年代起开始处于长期缓慢中枢下行的通道中。

图 22：美国 GDP 不变价十年复合增速


资料来源：wind，东方证券研究所

图 23：美国个人消费支出十年复合增速


资料来源：wind，东方证券研究所

中国消费需求总量增长下行，疫情加剧冲击。从 2020 年看，由于年初疫情爆发，对于全国各行业均造成了极大的冲击，社零增速在 2 月和 3 月受到重挫，分别降低至-20.5%和-15.8%，二季度及三季度社零处于缓慢恢复阶段，至 8 月首次增速回正，艰难探底后截止 12 月当月，社会消费品零售总额为 40566 亿元，同比增长 4.6%，除汽车以外的消费品零售额 35695 亿元，增长 4.4%，整体仍未恢复至 2019 年全年 8%的水平。从历史趋势看，国内的社零增速也处于长期缓慢下行的通道中，2011 年全年同比增速 18.5%，2019 年这一数字降低至 8.0%。我们认为，中国与美国的发展历史具备相似性，终端总量消费需求增长处于持续中枢下移通道中。

中国宏观消费环境出现与美国相似的发展趋势，为折扣零售行业提供了成长红利。

图 24：社会消费品零售总额（2020 年 1-12 月）


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 25：社会消费品零售总额同比增速（2008-2020 年）

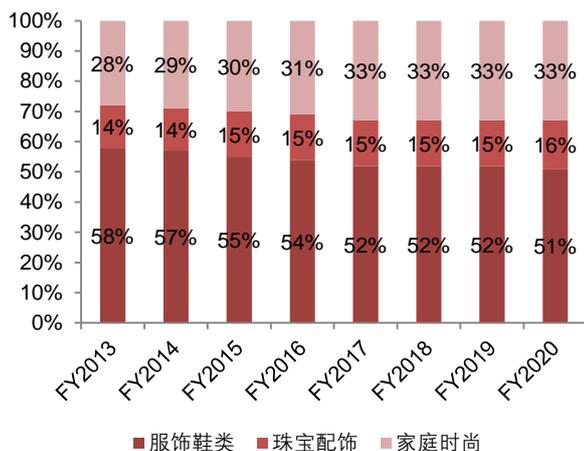

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

2.2 相似的商业模式，更强的上游议价

品牌、折扣，唯品会与 TJX 拥有相似的核心运营模式。两家公司同处于折扣零售行业，销售产品为品牌商品，比全价零售商（包括百货、专业连锁、自营）的正常价格低 20%至 60%。品牌+折扣的核心运营模式，保留了品牌方自身积累的品牌力对消费者的原始吸引力，同时以折扣的模式通过低价进一步强化了这种吸引力。在与品牌方合作得以保证，货源充足，品质稳定的前提之下，是一种科学、有效的商业模式。

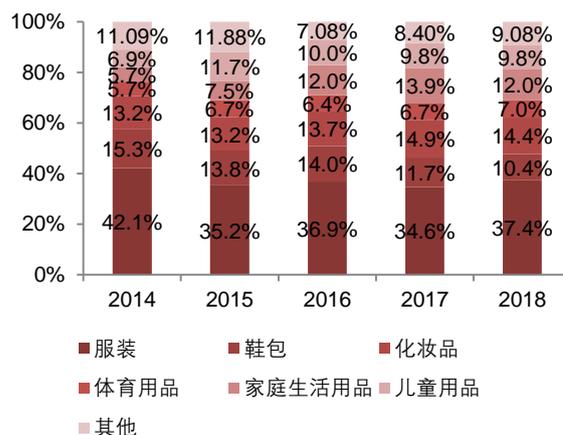
服饰、家居，唯品会与 TJX 拥有相似的销售商品品类。两家公司主要的经营品类均为服饰鞋包，占比营收规模均在 50%左右的水平，除此之外家居是第二大主力品类。我们认为，形成品类上的相似性是与折扣零售行业存在底层关联性的。由于服饰、家居品类的商品具有一定的审美属性，且商品的迭代速度相对较快，这在一次销售过程中不可避免的产生尾货，为折扣销售在供给侧提供了基础。另一方面，服饰、家居品类的定价方式一般通过加价率完成，低的是 3-5 倍，高的甚至可以达到 10 倍以上，当这些产品成为尾货之后，通过折扣销售的方式仍然可以实现较为可观的利润率，这成为折扣零售商业盈利模型的基础。

图 26：TJX 品类收入结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：唯品会自营品类收入结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

唯品会的仓储管理模式中最具特色和竞争力的是“零库存”模式。这一程度与公司专注于限时打折、闪购的营销方法有着很大的关系，且公司主要卖的商品如时装具有很强的时效性，非常适合这种营销方式。公司目前主要有四种仓储模式，其中 JIT 及 JITX 是大部分业务采用的模式，FIFO 占比相对较小，CL 模式仍在探索初期。唯品会虽然在 2020 年结束了自营物流与顺丰正式达成合作。但是唯品会与京东以及苏宁采用垂直一体化模式自建物流的做法不同，而是采用仓配分离的方式，由自建的仓储中心配送至目标城市后再由快递公司（过去主要由品骏承担，当前是顺丰）做二次落地配送。在仓储方面，截止目前，公司在天津、佛山、鄂州、昆山、简阳设有五个大规模仓储中心，分别辐射华北、华南、华中、华东、西南，仓库总面积超 100 万平方米。同时，公司还拥有遍布主要城市的 8 个跨境电商物流中心，管理的仓库面积总计超过 300 万平方米，同时在青岛已建好目

前全国最大的企业的 B 型保税物流中心；在世界范围内，已在 9 个国家设有子公司，配备仓库及运营管理人员。

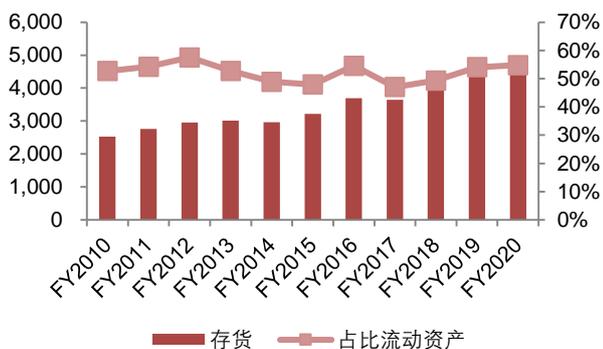
表 3：唯品会仓储模式

模式名称	运营方式
Just-in-time	买手在品牌商处确定货品，用户下单后，品牌商发货至唯品会仓库，唯品会配送至用户。
Just-in-time X	买手在品牌商处确定货品，用户下单后，品牌商发货、配送至用户提前制定采购计划，闪购开始前 3-5 天品牌商发货至唯品会大仓。用户
Fast-in-fast-out	下单后，唯品会配送至用户，特卖及 7 天退货期过后，唯品会和供应商结算，并退回未出售库存。
Co-location	唯品会与品牌商共享库存

资料来源：公司公告，东方证券研究所

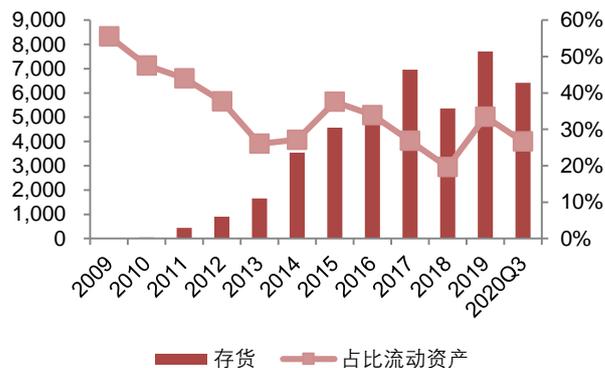
不承担库存压力，唯品会拥有更强的上游议价能力。TJX 与唯品会同样已经与非常庞大数量的供应商达成合作，但是两者的差异之处在于 TJX 采用的是买断式采购且不保留退货权利。买断式采购一定程度减少了上游供应商的顾虑，但是同样对于自身的存货造成压力。唯品会的模式中，公司与长期合作伙伴合作时通常不会交保证金，只有与新的合作伙伴开展合作时支付 10%-100%的保证金，同时公司保留退货权利，因此在库存压力方面更小。从两家公司的库存占比流动资产来看，唯品会 30%左右的水平远低于 TJX50%左右的水平。

图 28：TJX 存货（百万美元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：唯品会存货（百万元）

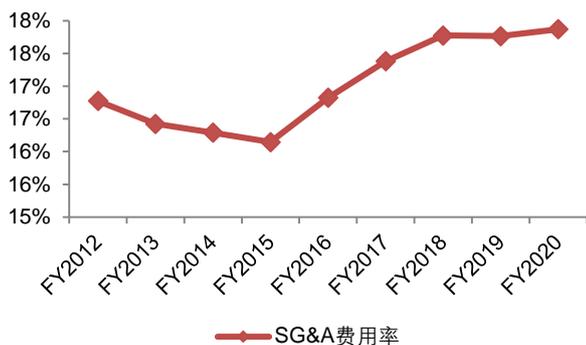


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 不同的购物场景，特色的营销模式

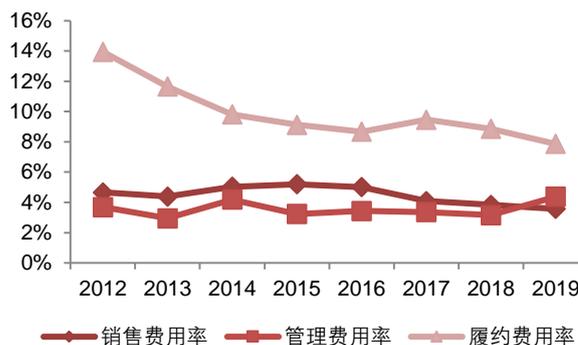
TJX 与唯品会鲜明和本质的差异在于是否线上化。TJX 是一家精于运营的线下零售企业，其线上业务主要通过 Marmaxx 在 www.marshalls.com 以及 www.tjmaxx.com 开展。TJX 在美国的线上业务收入占 Marmaxx 公司 2021 财年第三季度和前三季度净销售额的 3%左右，这一数字在 2020 财年不到 3%。另外，由于新冠疫情的影响，TJX 在 2021 财年的前六季度关闭了线上业务。对于唯品会来说，截止 2019 年年末，其杉杉奥特莱斯分部和其他分部（包括金融业务和线下门店业务）分别实现收入 2.45 亿和 26.39 亿元的收入，占比总收入分别为 0.26%和 2.84%，线下收入占比较低。两家公司的渠道的不同直接导致了购物场景的差异，进而导致运营及营销层面的差异。从费用率的视角来看，TJX 的 SG&A 费用率近两年水平为 18%左右，唯品会三项主要费用率合计水平约为 14%。

图 30: TJX SG&A 费用率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 31: 唯品会销售、管理、履约费用率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

TJX 在运营层面注重“寻宝式”体验，营销方面维持商品价格稳定，不做大促。TJX 的主要目标客群是 25-50 岁的女性用户，中产及以上人群。针对这一目标客户群，TJX 致力于将自身产品的定义为“Value”而非单纯的“Cheap”，在折扣的基础上兼顾时尚、实用等元素，给用户在购物过程中创造“寻宝式”体验。此外，TJX 在原本折扣的基础之上，通常不开展类似打折或优惠券的促销活动，避免大范围的促销会动摇消费者的信心和购买决策，让顾客以为将来可以买到更便宜的价格，保持价格的稳定，是 TJX 的准则之一。

唯品会营造“抢购”式购物氛围，多种手段刺激交易。唯品会 APP 及官网常驻的销售板块包括 3 折疯抢、唯品快抢、品牌清仓及唯品奥莱，除奥莱板块是与线下联动以外，其余板块主要营造“抢购”式的购物氛围。2021 农历新年期间，唯品会上线“新春特卖”，与常驻板块实现协同联动。从唯品会的营销文案来看，“抢”字出现频率极高，通过限时、极低折扣、清仓等多种方式刺激消费者完成购物。虽然冲动型消费会带来一定的退货问题，但是长期来看，唯品会通过优秀的售后服务弱化了这一影响，形成了自身稳定、有效的营销模式。我们认为，由于渠道不同而导致运营层面的差异使得在这一方面 TJX 与唯品会可比性不强，但是两家公司均能够形成稳定有效的营销模式，证明了各自商业模式的长期价值。

图 32：唯品会“抢购”式营销策略

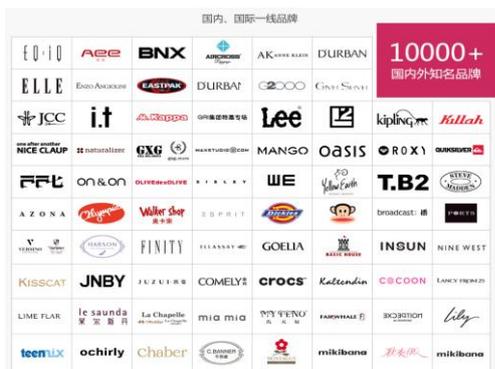


资料来源：唯品会 APP，东方证券研究所

2.4 实现再蜕变的决定因素：品牌扩容

“品牌+特卖”核心商业模式中，优质的品牌供应是公司成长发展的基石。TJX 与 100 多个国家超过 21000 个品牌供应商保持良好合作。唯品会已有超过 10000 多个国内外知名品牌入驻唯品会，其中 1600 多个品牌独家合作，公司累计合作品牌超过 30000 个，深度合作国内外品牌超过 6000 个。从合作品牌数量上来说，唯品会与 TJX 差距不大，但是从质量层面，唯品会仍未同 TJX 一样，打入一些中高端品牌。

图 33：唯品会合作品牌墙（部分）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：唯品会合作品牌数量（个）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

平台经济反垄断政策出台，打破“二选一”后有望实现品牌扩容。2021 年 2 月 7 日，国务院反垄断委员会制定发布《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》，意在预防和制止互联网平台经济领域垄断行为，降低行政法和经营者合规成本，加强和改进平台经济领域反垄断监管，保护市场公平竞争，维护消费者利益和社会公共利益，促进平台经济持续健康发展。该指南中正式

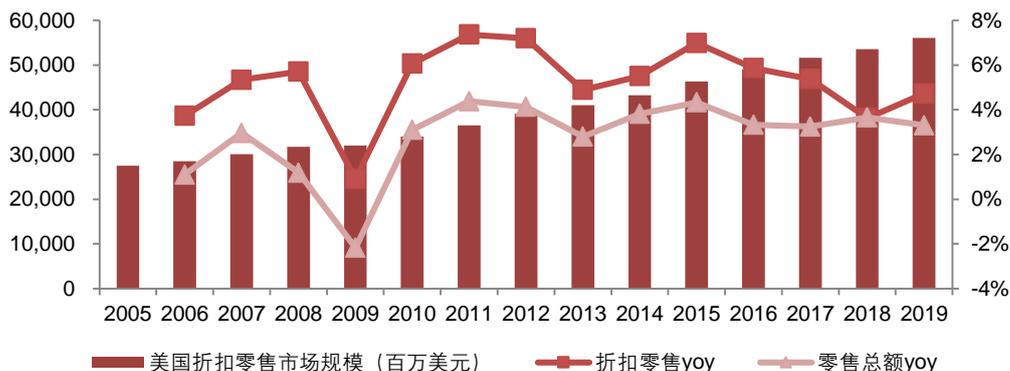
将商家“二选一”、“大数据杀熟”两大行业核心问题分别被明确定义为限定交易和差别待遇。在电商过去的发展过程中，头部电商平台通过对品牌方通常采用“二选一”模式，即只可以在一个电商平台内运营线上业务或在特定的时间内只可以在一个电商平台内运营线上业务。由于头部电商平台对于品牌的线上增长具有更强的作用，通常情况下品牌方只能放弃在较小的电商平台进行运营。未来，若“二选一”能够被正式打破，品牌侧由于对流量的需求，存在在多个品牌台内同时运营的主观意愿。这将为唯品会进一步拓宽品牌的供给侧来源，增强平台对用户的吸引力。

3 TJX 对国内百货业的启发

3.1 从平台思维到自营思维的转变

TJX 的成功一方面来自于需求侧提升带来的行业红利，但更核心的还是基于自营思维构建起的商业模式。根据我们在《零售业景气细分，行业东风已启》一文中的详细分析，美国折扣零售业是穿越多次零售业转折的优质细分行业。折扣零售原生于二战期间，战后逐步进入美国零售业主流。折扣零售在需求侧以低价正品的购物体验以迎合各时期美国消费观念的转变，供给侧帮助品牌方快速出清积压库存，能够有效缓解供需两端的矛盾。因此，折扣零售自 1970s 以来，在美国经济增速下行的大背景之下逐步发展壮大，并在 2008 年金融危机以及 2015 年电商崛起冲击实体零售的两次重大转折中保持充足的韧性，景气依旧。根据我们上文第一章的分析，TJX 是通过基于自营思维构建起的商业模式构建起了多层次的壁垒，从而享受了美国折扣零售行业的发展红利。

图 35: 美国折扣零售行业市场规模

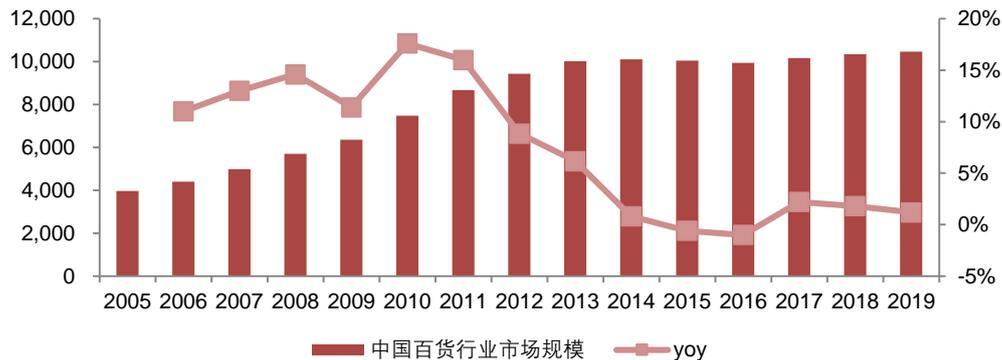


资料来源: Euromonitor, 东方证券研究所

国内百货渠道从强势到弱势发生转变，对应的经营思维也需要随之改变。百货业在中国的发展基本上借鉴了海外的经验，平台型的业务经营模式是通用的，百货公司基于租赁或自有的商业地产，通过联营、租赁等方式与各类品牌商开展合作，通过收取租金、收入扣点等方式实现收入。在这种平台型的轻资产运营模式之下，百货公司扮演的是商业地产功能整合的角色，在具体运营层面对于选品、库存等方面的经验积累较少。这种模式在百货业态保持强势的情况下是具备扩张和盈利优势的。但是随着国内电商渠道的崛起，百货业态自 2012 年以来就面临了巨大的挑战。不论是行业整体还

是行业内的具体公司例如王府井和徐家汇，2012年之后均面临增长困境。当渠道发生从强势到弱势发生转变，行业内企业需要思考的是如何转变经营思维，提升自己的生存能力。

图 36: 中国百货行业市场规模 (亿元)



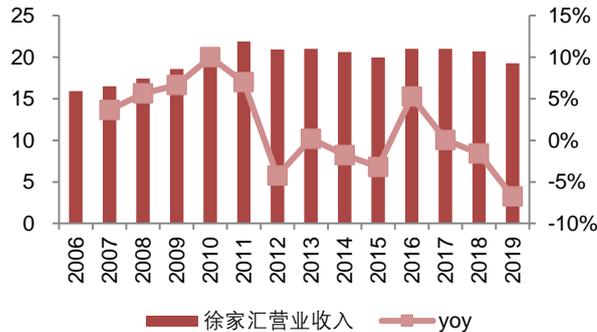
资料来源: Euromonitor, 东方证券研究所

图 37: 王府井营业收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 38: 徐家汇营业收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

国内百货公司曾有过自营业务层面的尝试，但是未能坚持到成果展现。以天虹股份百货自营业务为例。2016年天虹股份通过专业的时尚买手及商品运营团队，搭建起 Rain 系列买手制百货自营平台 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Co、Rain&Kids 等，深入时尚前沿精选商品，优化百货自营供应链。截至 2016 年末，女装集合馆 Rain&Color 和家居集合馆 Rain&Home 各开设 14 家，品牌时装集合馆 Rain&Co 开设 2 家，儿童集合馆 Rain&Kids 开设 1 家。2016 年，公司引进国内时尚女装代理，截至 2016 年末共拥有 5 个品牌的代理，分别为 CACHE CACHE、JOJO、KBNE、菀草壹和 Siastella，合计开店 21 家。但是自 2017 年后，天虹股份未再披露相关信息。

3.2 小型城市奥特莱斯或有发展机遇

中国奥特莱斯发展时间较短，目前以郊区为主流。中国零售市场步入规范化发展阶段仅约二十年，依然处于发展中前期，中国第一家真正意义上的奥特莱斯业态购物广场成立于 2002 年。相较于美国成熟的奥特莱斯产业，中国在线下尚没有形成规模化、连锁化的奥特莱斯运营商。对比中美，美国奥特莱斯运营商中领先的两家 Simon、Tanger 截至 2019 年年末分别拥有 69 和 39 家奥特莱斯。在中国，2019 年销售额前 10 的奥特莱斯中，只有百联股份同时运营了两家，其余均分属于不同企业。从地理位置上看，2019 年销售额前 10 的奥特莱斯均位于城市远郊。

表 4：2019 年 TOP10 奥特莱斯业绩

排名	奥莱项目	所属集团	销售额（亿元）	开业时间
1	百联奥特莱斯广场（上海-青浦）	百联股份	40+	2006/4/28
2	佛罗伦萨小镇-京津名品奥特莱斯	RDM 集团	40+	2011/6/9
3	北京首创奥莱	首创钜大	30+	2013/5/1
4	北京燕莎奥特莱斯购物广场	首商股份	30+	2002/12/18
5	时代奥特莱斯成都	华登集团	30+	2009/11/27
6	武汉百联奥特莱斯购物广场	百联股份	25+	2011/9/26
7	宁波杉井奥特莱斯	杉杉集团	25+	2011/12/24
8	杭州下沙奥特莱斯	春竹集团	25+	2010/9/26
9	北京八达岭奥特莱斯	北京华联	25+	2015/10/1
10	砂之船（重庆）奥莱	砂之船	25+	2008/9/20

资料来源：奥莱领秀，东方证券研究所

更为灵活的城市奥特莱斯或有发展机遇。随着中国经济不断发展，城市里中高收入群体也存在低价品牌产品的需求。参照 TJX 的商业模式，目前中国还没有出现类似的线下零售商。在中国线上零售渠道强势的大背景下，线上折扣零售业态已经孵化出唯品会这样的大型企业，我们认为，与 TJX 模式完全相同的线下企业或许发展机会较弱，这块尚且空白的市场或给城市奥特莱斯带来空间。城市奥特莱斯对比传统奥特莱斯，在面积大小、品牌数量、经营模式方面均存在一定差异，因此对于运营商来说也是全新的挑战。以唯品会在合肥的新启动项目为例，2020 年 9 月，唯品会在合肥举行城市奥莱装修改造工程开工仪式，正式确认了唯品会将在合肥打造第一家城市奥莱。唯品会合肥奥莱项目建筑面积约 13.7 万平米，定位为名品折扣、美食、流量主力店的城市标杆购物中心。从业态设定来看，唯品会将在线下延续平台的品牌 and 价格优势，赋能限时特卖+名品折扣的业态核心，配比超市、影城、餐饮、儿童娱乐、生活配套等特色业态。城市奥特莱斯，以折扣销售品牌产品为核心，在传统奥特莱斯的基础功能之上，进行品牌、面积精简之后，再融合现代购物中心的娱乐性功能，或存在发展机遇。

风险提示

- **行业反垄断监管形势变化**

政府已经就平台经济的垄断问题做出了一定举措。未来若监管的态度、措施进一步趋于严厉，或影响行业整体发展。唯品会于 2021 年 2 月被市场监管局就涉嫌不正当竞争行为罚款 300 万元，若后续持续受到反垄断监管处罚，或影响公司业绩及经营。

- **疫情影响持续**

2020Q1 新冠疫情爆发导致消费行业整体受到巨大冲击，后续随着天气再次转冷，若由于无症状感染者、境外输入等因素导致疫情影响持续，或对行业营收造成影响。

- **行业竞争加剧**

零售行业发展至周期下行阶段，线上线下一体化发展大势所趋。渠道间、企业间在新形势的竞争下有可能发生巨大摩擦，导致行业整体营收及利润受到影响。

- **宏观经济形势变动**

受中美关系局势变化、居民消费信心变动等因素的影响，宏观经济形势可能存在变动，对于行业造成不利影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn