

零售

2017 年投资策略：体验式消费兴起，聚焦三条投资主线

观点聚焦

投资建议

现阶段我国零售行业正处在大变革中，一方面线上渠道经过多年的高速增长，已面临着流量红利减弱后的增速放缓趋势；另一方面线下渠道经过多年的转型变革、注重体验，销售额自 9 月份以来已呈现企稳迹象，近 2 年行业内发生多起线上线下相互持股、战略合作等案例，全渠道融合共赢的新零售时代已经到来。参照优秀公司的成功经验，我们认为围绕商业模式升级、供应链优化以及经营体制变革等加码推进的零售龙头，值得投资者重点布局。

理由

- 体验式消费兴起，聚焦线上线下融合带来的投资机会。**商业模式决定着一个企业的核心竞争力与可持续性，回顾历史，我国每一次商业模式进化都带来成本降低和效率提高，为整个产业链带来增值，也催生一批勇于引领时代潮流的零售龙头。随着体验式消费兴起以及线上线下的深度融合，我们认为全渠道零售商将成为未来主流零售业态，并带来两类投资机会：一是全渠道转型已取得成效的零售龙头；二是电商加速布局线下，具有渠道及网络价值的实体零售商有望迎来价值重估。
- 供应链效率决定零售企业成长根基。**当前我国正面临新一轮消费升级，能够有效对供应链进行优化升级，适应新零售背景下消费者消费习惯的零售企业，将实现快速成长。从零售细分领域看，生鲜超市、跨境电商以及钟表连锁等领域的部分公司已建立高效的供应链体系，竞争优势明显，有望快速成长。
- 国企改革深化，释放企业经营活力。**国企改革仍是零售板块的中长期投资热点，当前中央及地方层面先后出台多项政策来支持国有公司深化改革、提升效率，国有零售公司资产质量优秀，改善空间巨大，后续改革加强与落实后将有助于国有零售公司业绩释放。集团资产整合注入、混改引入战略投资者以及员工激励机制实施等将是零售板块国企改革的三大方向。

盈利预测与估值

2017 年在体验式消费蓬勃兴起、线上线下深度融合以及国企改革稳步推进等背景下，零售行业将面临新面貌、新机遇：

①**新零售**：投资组合苏宁云商、快乐购、大商股份、海印股份，建议关注友阿股份、天虹商场；②**强供应链**：投资组合永辉超市、王府井，建议关注步步高、跨境通、飞亚达；③**国企改革**：投资组合鄂武商、中百集团、重庆百货，建议关注欧亚集团。

风险

消费持续低迷；改革及转型低于预期。

樊俊豪

分析师

junhao.fan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513080004

SFC CE Ref: BDO986

郭海燕

分析师

haiyan.guo@cicc.com.cn

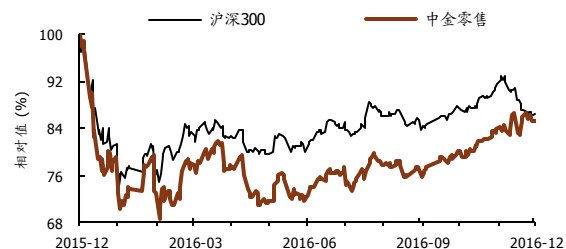
SAC 执业编号：S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2016E	2017E
苏宁云商-A	确信买入	18.90	142.8	124.2
永辉超市-A	推荐	6.30	41.2	33.2
鄂武商-A	推荐	26.60	12.2	11.0
快乐购-A	推荐	30.00	141.8	123.0
百联股份-A	推荐	16.60	23.2	22.1
大商股份-A	推荐	53.00	16.4	15.6
合肥百货-A	推荐	10.80	24.8	24.1
海印股份-A	推荐	6.70	46.7	37.6
海宁皮城-A	推荐	13.20	22.3	20.8
王府井-A	中性	19.00	21.3	20.1
华联综超-A	中性	6.60	109.4	77.6
友好集团-A	中性	12.00	190.2	156.5

中金一级行业

可选消费



相关研究报告

- 苏宁云商-A | 苏宁银行筹建获批，全牌照优势助力新零售模式蝶变发力 (2016.12.22)
- 11 月零售 50 强：实体零售底部企稳，融合共赢的新零售时代到来 (2016.12.12)
- 高鑫零售-H | 预计 2017 年盈利超预期；重估长期优势 (2016.12.06)
- 苏宁云商-A | 新零售模式蝶变发力，核心指标向好助力王者归来 (2016.12.05)
- 零售/轻工制造行业 | 2016 年双十一回顾：电商进入新零售时代，传统品牌强势崛起 (2016.11.14)
- 实体零售获国务院支持，“新零售”时代来临 (2016.11.14)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部



目录

实体零售基本面仍有压力，变革带来新面貌	4
过半零售上市公司今年以来业绩出现下滑	4
龙头公司转型变革释放行业积极信号	4
模式之变：体验式消费兴起，线上线下融合共赢	6
体验式消费兴起，线上线下获客成本逆转	7
国家顶层政策加大实体零售支持力度，有助于加速全渠道融合	8
两类投资机会：转型显效、实体渠道价值重估	9
供应链之变：消费升级趋势下，供应链效率决定零售企业成长根基	12
生鲜超市：市场空间广阔，实体渠道供应链优势明显	13
钟表连锁：龙头公司全产业链布局，受益消费升级趋势	15
跨境电商：升级传统外贸效率，有望成为零售新蓝海	17
体制之变：国企改革释放企业经营活力	20
国企改革进入深化落实阶段，国有零售公司改善空间大	20
关注国企改革三大方向：集团资产整合注入、混改引入战投、激励改革	21
2017 年投资建议：聚焦三条投资主线	23

图表

图表 1：零售行业营收同比增速	4
图表 2：零售行业净利润同比增速	4
图表 3：零售行业毛利率、净利率	4
图表 4：零售板块期间费用率	4
图表 5：社会消费品零售总额	6
图表 6：零售 50 强/100 强增速	6
图表 7：网络购物增速	6
图表 8：天猫双十一历年交易额及增速	6
图表 9：AmazonGo 基于实体门店打造的全新购物体验	7
图表 10：各国网络购物占社会零售总额比重	8
图表 11：网络购物人数	8
图表 12：线上线下获客成本对比	8
图表 13：全渠道模式对线上线下资源进行整合与重构	8
图表 14：《关于推动实体零售创新转型的意见》的主要内容	9
图表 15：苏宁线上增速领先竞争对手	10
图表 16：苏宁线下同店增速今年以来逐季改善	10
图表 17：苏宁云商与苏宁集团共同构造综合商业生态圈	10
图表 18：实体零售商渠道价值有望迎来重估	11
图表 19：消费者的购物决策因素	12
图表 20：零售企业的供应链结构	12
图表 21：2016 年中国农产品市场份额	13
图表 22：国内外连锁经营的生鲜食品占总消费比重	13
图表 23：生鲜电商交易规模	14
图表 24：生鲜电商盈利困难	14
图表 25：生鲜超市的优势 VS. 农贸市场、生鲜电商	14
图表 26：超市企业生鲜产品毛利率比较	15



图表 27: 超市企业同店增长率比较	15
图表 28: 消费者对智能手表的态度回归理性	15
图表 29: 海外钟表消费有望回流	16
图表 30: 飞亚达全产业链布局	16
图表 31: 跨境电商交易额快速增长	17
图表 32: 出口/进口跨境电商发展情况	17
图表 33: 跨境电商升级传统贸易流程	17
图表 34: 国家政策有助于跨境电商长期稳健发展	18
图表 35: 跨境通的跨境电商综合生态圈	18
图表 36: 国企改革中央纲领及地方政策	20
图表 37: 国企改革活跃程度	20
图表 38: 零售行业国企民企销售净利率对比	21
图表 39: 零售行业国企民企 ROE 对比	21
图表 40: 固定资产/总资产	21
图表 41: 现金及现金等价物（平均值）	21
图表 42: 国有零售上市公司改革方向	22
图表 43: 国有零售上市公司大股东情况	22
图表 44: 零售行业三条投资主线	24
图表 45: 零售行业可比公司估值表	24

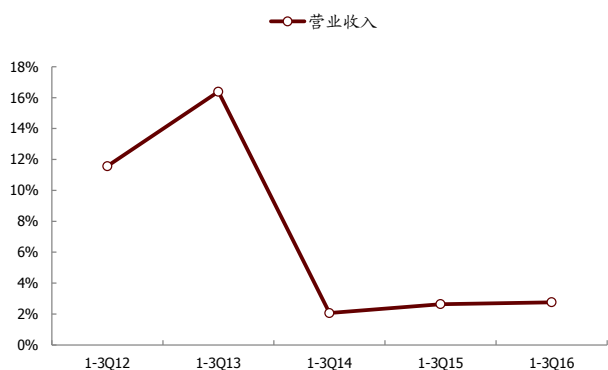


实体零售基本面仍有压力，变革带来新面貌

过半零售上市公司今年以来业绩出现下滑

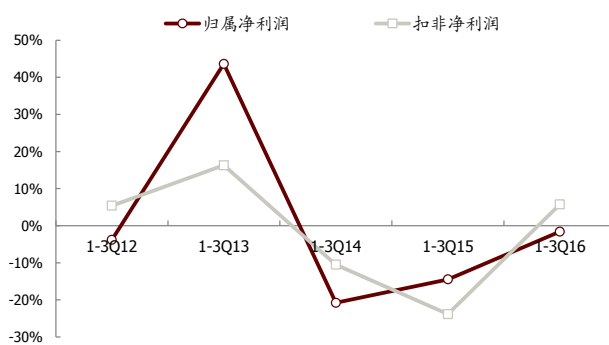
近年来受消费弱复苏、电商分流以及人工租金成本上涨等因素影响，实体零售公司经营业绩普遍面临增长压力。我们跟踪的 64 家零售上市公司中，2016 年前三季度共有 38 家公司业绩出现下降（VS 26 家公司业绩实现增长），合计实现营收 4117.64 亿元，同比增长 2.8%；扣非净利润 87.28 亿元，同比增长 5.8%，若剔除部分零售公司的外延收购并表以及房地产业务结算等影响，行业整体业绩仍同比下降。

图表 1: 零售行业营收同比增速



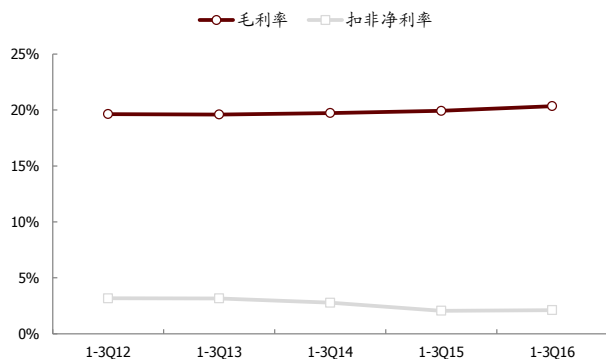
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 零售行业净利润同比增速



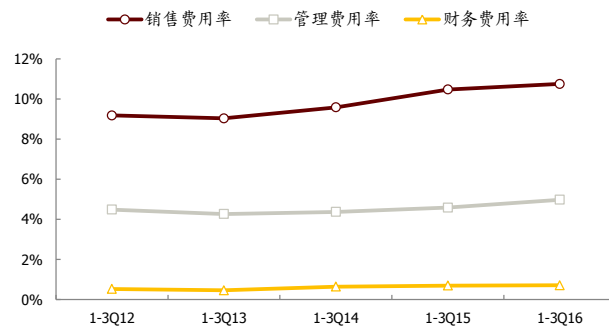
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 零售行业毛利率、净利率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: 零售板块期间费用率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

龙头公司转型变革释放行业积极信号

尽管行业整体仍面临压力，但部分零售龙头面对困境积极转型求变，效果已逐步体现，如苏宁云商的全渠道转型逐步显效，2017 年有望迎来线上 GMV 的持续快速成长与连续季度经营性盈利；百货公司鄂武商 A、天虹商场、合肥百货通过优化业态与费用管控，盈利能力逐步提升；永辉超市通过持续的供应链优化与门店扩张，正跻身国内超市第一梯队。这些行业龙头的转型变革举措告诉我们，实体零售商通过核心竞争力强化以及线上线下融合，未来有望实现再次成长。

龙头公司的示范效应与效果显现带来了行业积极信号，预计 2017 年将有更多零售公司加速转型变革，以尽快走出业绩低谷。参照优秀公司的成功经验，围绕商业模式升级、供应链优化以及经营体制变革等大力布局的零售龙头，值得投资者重点布局。



- ▶ **商业模式升级：**商业模式决定着一个企业的核心竞争力与发展的可持续性，回顾我国零售业历史上的 4 次业态变迁（集贸式、大商场式、连锁店式和电子商务式），每一次商业模式升级都带来成本降低和效率提高，为整个产业链带来增值，也催生了一批勇于引领时代潮流的零售龙头。随着体验式消费兴起以及线上线下深度融合，当前我国零售行业正迎来第 5 次业态变迁，网购的流量红利正逐步褪去，传统电商的销售增速已明显放缓，而实体零售商近些年的转型变革举措正逐步显效，线下销售已呈企稳迹象，未来的零售业态将会是线上线下深度融合的全渠道模式（即“新零售”业态）。近期阿里、京东等加速在线下跑马圈地，通过与苏宁、永辉等零售企业开展入股、合作等方式，来践行“新零售”业态，此外电商巨头亚马逊也推出了具有探索意义的实体零售店 AmazonGo，有望催化线下零售商的渠道与资产价值重估，我们预计 2017 年新零售业态将迎来落地高潮。
- ▶ **供应链优化：**供应链反映的是一个零售企业的经营效率，目前我国正迎来新一轮消费升级，消费者更趋理性，在购物时价格因素的重要性有所降低，对商品的品牌、外观、服务以及文化内涵等方面的要求则越来越高。零售业作为连接商品与消费者的纽带，深受消费者偏好改变的影响，传统零售商多采取多层级的采购模式，商品同质化严重且经营效率不高，越来越难以满足消费者对低价优质产品的需求，未来能够对供应链进行优化升级，适应新零售背景下消费者消费习惯的零售企业，将实现快速成长。
- ▶ **经营体制变革：**先进的经营体制有助于零售公司释放内在活力与增长动力，目前我国零售行业国有企业众多，近年来受制于零售业竞争加剧，以及国有零售公司的经营与决策机制等原因，整体业绩落后于民营企业。现阶段我国国企改革已进入深化落实阶段，中央及地方层面先后出台诸多政策支持国有公司深化改革、提升经营效率，国有零售公司资产质量优秀，业绩提升空间巨大，后续改革加强与落实后将有助于国有零售公司的业绩释放。



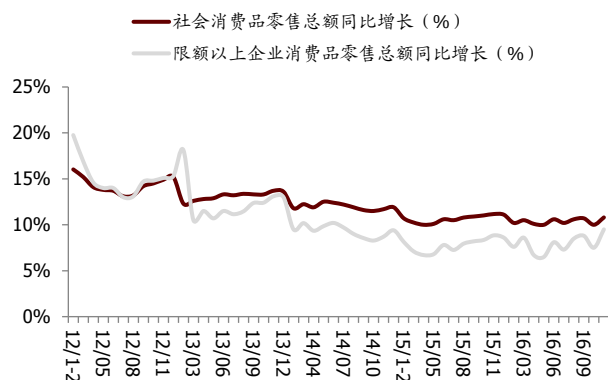
模式之变：体验式消费兴起，线上线下融合共赢

近年来伴随国内宏观经济增速放缓，我国消费也呈现弱复苏态势，2012 年以来我国社会消费品零售总额月度增速尽管呈放缓趋势，但仍基本维持在 10.5% 以上，商务部等 10 部门印发的《贸易流通“十三五”发展规划》预计，“十三五”期间我国社零总额年均增速将维持在 10% 左右，因此消费整体弱复苏仍会是主基调。

与此同时，电商企业与实体零售间的增速也正发生结构性变化：一是网络购物增速逐步放缓，艾瑞咨询预测 2017 年起网络购物的增速将进入 20% 时代；二是线下零售商经过多年转型升级，目前销售额已呈现企稳迹象，2016 年下半年以来线下消费已有所止跌（50 强销售数据从 9 月份以来已连续三个月实现正增长，平均月增速为 2.2%，其中 11 月 50 强销售数据同比增长 2.6%）。

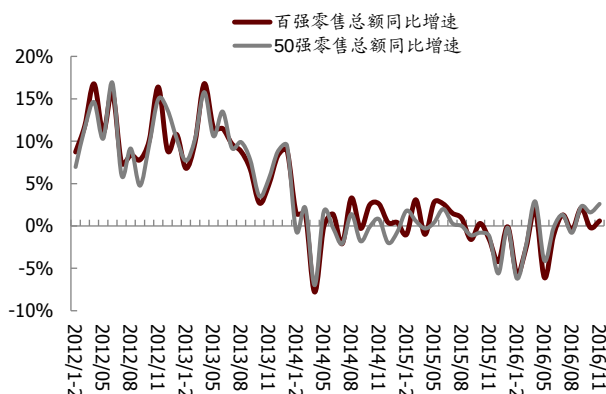
线上线下的增速收窄趋势，意味着传统电商对实体零售的竞争优势在逐步减弱，未来双方将从竞争逐步走向竞合。近两年我们已先后看到阿里巴巴、京东等电商巨头，纷纷与苏宁、永辉等线下零售商开展入股、合作等案例，考虑到线上线下获客成本逐步发生逆转以及国家政策加大对实体零售的支持力度，我们认为线上线下融合共赢的新零售时代已经到来。

图表 5：社会消费品零售总额



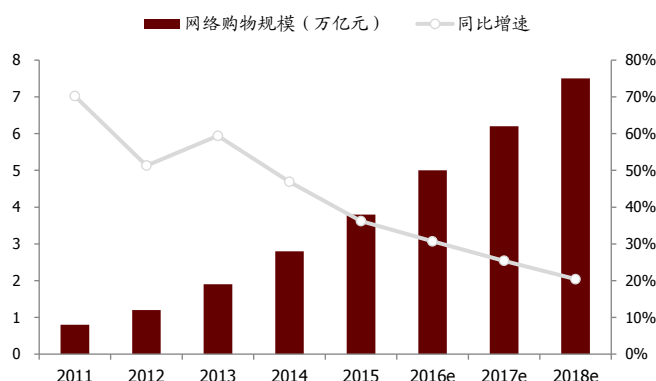
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 6：零售 50 强/100 强增速



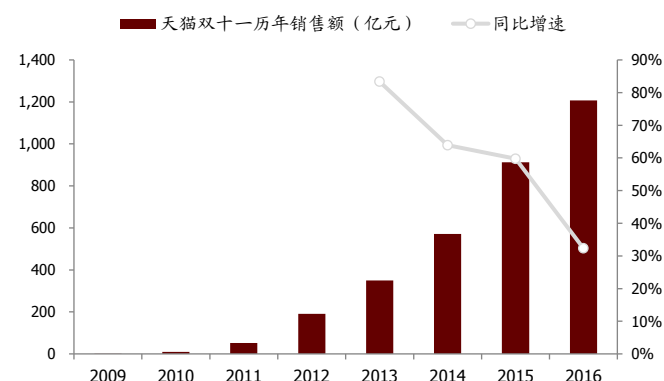
资料来源：中华商业信息中心，中金公司研究部

图表 7：网络购物增速



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 8：天猫双十一历年交易额及增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



体验式消费兴起，线上线下获客成本逆转

AmazonGo 引发关注，折射的是体验式消费日益被消费者青睐

近期亚马逊推出了新型概念店 AmazonGo 并引起投资者关注。AmazonGo 通过使用计算机视觉、传感器和深度学习技术创造了全新的线下购物模式，消费者走进商店后在手机客户端登录 AmazonGo 应用，买完东西直接离开门店，AmazonGo 将直接在手机后台自动完成支付而不必排队等候付款。我们认为 AmazonGo 以实体门店为基础，利用信息互联技术创造出的全新购物模式正是体验式消费兴起的典型案例。AmazonGo 给消费者带来全新的体验式消费理念并引发行业关注，反映出该模式的竞争优势与发展前景。

图表 9: AmazonGo 基于实体门店打造的全新购物体验



资料来源：USA Today，中金公司研究部

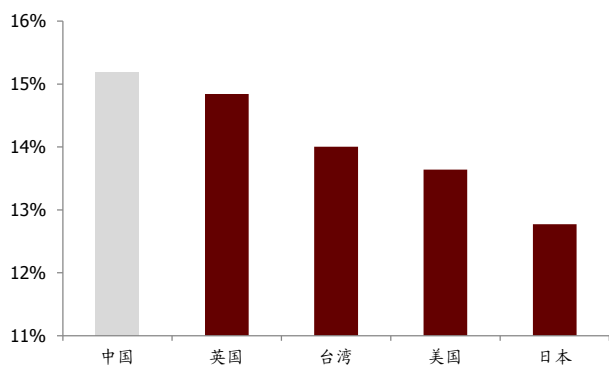
线上渠道与线下渠道的获客成本逐步发生逆转

- ▶ **线上渠道：流量红利逐步减弱，线上获客成本增加。**网购经过多年的高速增长，2015 年占我国社零额的比重达到 15.2%，已超出美国、日本以及台湾等经济发达地区的水平；网购的流量红利渐入尾声，目前我国网购人数约 4.13 亿人，占总人口比重约 30%，与 20 岁至 40 岁人群（我国网购主力军）规模基本一致。我们认为，随着网购群体增速的逐步放缓，未来新增客户的获客成本将呈逐步增加趋势。
- ▶ **线下渠道：具有物理位置与体验等比较优势，获客成本相对降低。**目前我国正迎来新一轮消费升级阶段，消费的重心正在从简单的物质满足转向商品和体验的双满足，“乐经济”、“婴童经济”及“家经济”等体验式业态蓬勃发展（2015 年我国健身行业、少儿培训以及连锁餐饮等行业的市场规模增速分别为 14%/19%/11%）。线下实体店作为天然的服务载体，具有线上渠道无可比拟的物理位置及体验等优势，未来有望借助体验式业态重新聚合客流，降低获客成本。

以国内较为成熟的电商平台唯品会为例，其获客成本已从 2013 年的 65 元，快速提升至 2016 年二季度的 93 元，预计其它新电商平台的 PC 端的获客成本将超过 150 元，移动端获客成本超过 200 元。而目前一个典型的 8 万平米购物中心，保守假设拥有年有效购物人次达 100 万，合计获客成本为 7600 万元，折算下来有效客户的平均成本仅为 76 元，而且后续新增客户并不需要边际上产生其它的支出。这意味着，在线上获取新客户的效率已经低于线下门店。

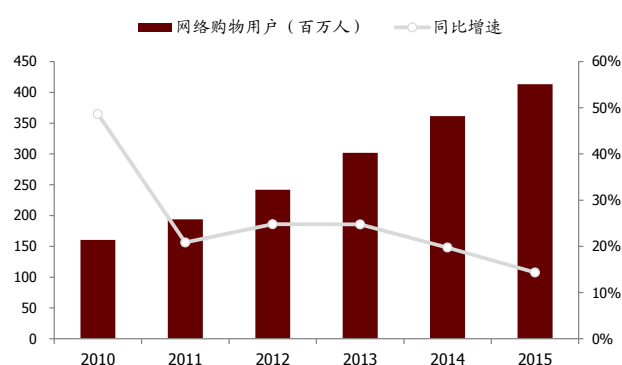


图表 10：各国网络购物占社会零售总额比重



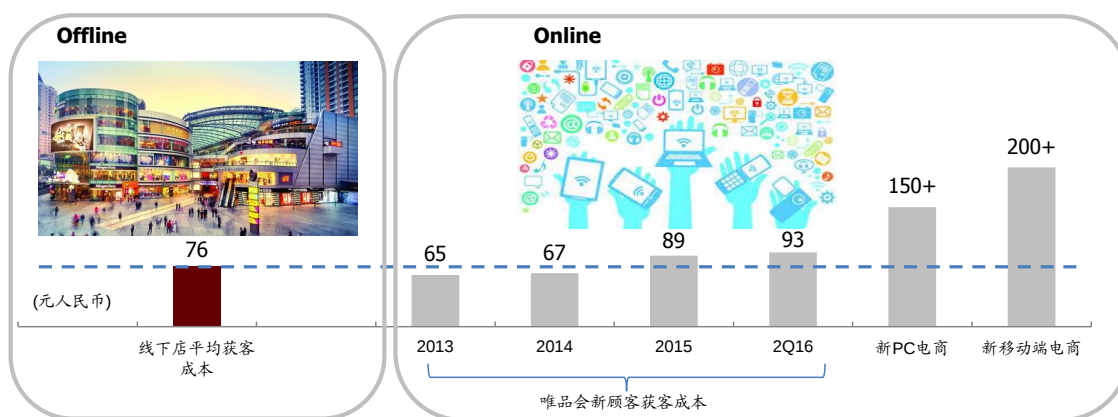
资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表 11：网络购物人数



资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 12：线上线下获客成本对比

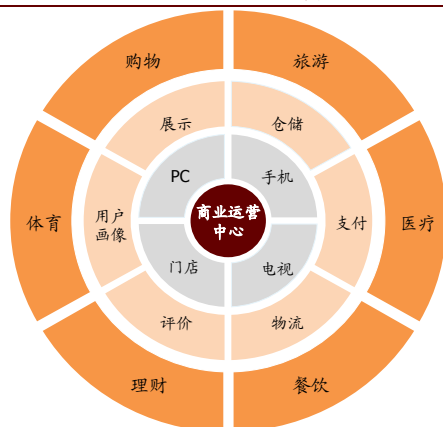


资料来源：公司公告，中金公司研究部

国家顶层政策加大实体零售支持力度，有助于加速全渠道融合

相对于单纯的电商渠道或实体渠道而言，全渠道模式通过整合及重构线上线下的流量、门店、仓储、供应链以及服务资源，能打造出完整的消费闭环，创造出全新的消费者体验并助力零售商经营效益提升。以前述的 AmazonGo 为例，其一方面营造出新奇酷炫的购物体验，另一方面以自动化手段精简导购、监控以及前台支付等环节还有望带来运营成本的降低。

图表 13：全渠道模式对线上线下资源进行整合与重构



第一层 运营层 后台数据中心，统领全渠道的业务协调

第二层 入口层 流量导入中心，包括PC、手机、电视以及实体店等

第三层 交易层 商品推荐、展示、仓储、支付、物流、评价以及客户记录等

第四层 业务层 包括旅游、医疗、餐饮、理财、体育、购物等

资料来源：中金公司研究部



国务院于今年 11 月 11 日印发《关于推动实体零售创新转型的意见》(以下简称“《意见》”),围绕促进线上线下公平竞争、鼓励线上线下融合两大方面提出了 16 项具体推进措施。我们认为,国务院在“双十一”(传统电商促销大节)当天发布关于支持实体零售的纲领性文件,其指导意义深远;同时,其对实体零售的支持以及构建线上线下企业的公平竞争环境也有助于线上线下加速融合。

- ▶ **创造公平竞争环境:**《意见》强调促进线上线下公平竞争,加强线上零售商的监管,打击以排挤竞争对手为目的的低于成本价销售行为,并减轻零售企业税费负担,这将有助于零售商经营环境好转,减缓成本压力;此外,《意见》还提出一系列关于创新经营机制以及推进简政放权的政策。目前我国消费者对产品品质和服务体验的要求不断提升,实体零售商通过创新商业模式有助于重塑核心竞争力,而简政放权措施则有助于国有零售企业突破制度限制,释放经营活力并带来经营业绩回升。
- ▶ **鼓励线上线下融合:**《意见》鼓励线上线下优势企业通过战略合作、交叉持股、并购重组等多种形式整合市场资源,培育线上线下融合发展的新型市场主体:一是实体零售企业逐步提高信息化水平,将线下物流、服务、体验等优势与线上商流、资金流、信息流融合,拓展智能化、网络化的全渠道布局;二是鼓励电商平台向实体零售企业有条件地开放数据资源,提高资源配置效率和经营决策水平。

图表 14:《关于推动实体零售创新转型的意见》的主要内容



资料来源:国务院办公厅,中金公司研究部

两类投资机会:转型显效、实体渠道价值重估

随着网购增速逐步放缓、体验式消费蓬勃发展以及线上线下获客成本逆转,能够实现线上线下融合发展的“新零售”业态已是大势所趋。我们认为这将给零售行业带来两类投资机会:一是传统零售商积极转型升级,效果显现带动业绩回升;二是电商巨头加速跑马圈地,具有渠道及网络价值的实体零售商有望迎来价值重估。

全渠道模式竞争优势明显,苏宁云商转型效果逐步体现

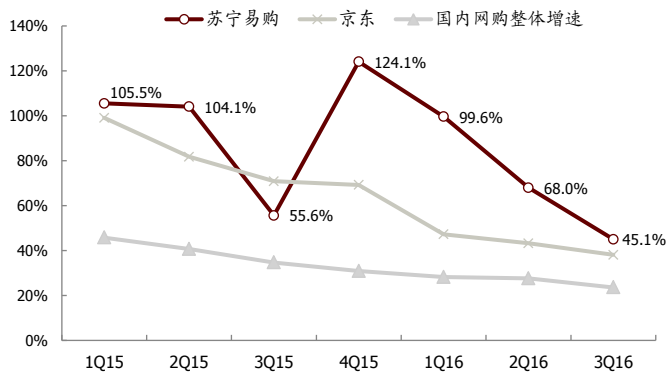
苏宁云商是国内最早启动全渠道模式,且积极转型变革的零售商。近几年通过在线上、线下、金融及物流等方面的大力度投入,公司的全渠道商业模式逐渐显效:一是公司核心经营指标近几年持续向好,线上市场份额不断提升,且线下同店增速逐步改善,未来随着规模效应发挥,以及苏宁的物流、金融等业务实现利润,公司有望实现连续季度的盈利;二是上市公司层面与集团层面均在积极推进并购整合,未来有望形成集商业、金融、文体于一身的综合商业生态圈。

- ▶ **核心经营指标持续向好。1) 苏宁商业模式竞争优势突出,市场份额持续提升:**公司线上 GMV 增速领先主要竞争对手并远高于行业整体水平,将持续抢占市场份额,我们预计苏宁 2017 年线上仍有望实现 50%左右的增速;**2) 经营利润有望实现连续季度盈利:**随着规模效应发挥与开放平台、物流、金融等增值业务显效,我们预计苏宁的经营利润将从 4Q 单季实现盈亏平衡,到 2017 年全年实现盈利(连续季度)。



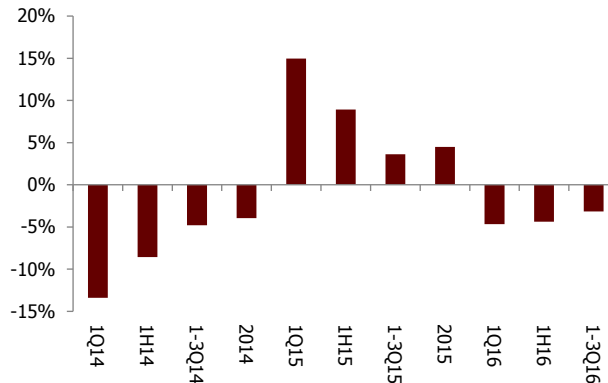
- **加速构建综合商业生态圈，并购整合项目落地值得期待。** 1) 上市公司层面：寻找优秀的物流公司、垂直电商、特色零售等领域进行并购整合已是公司重要发展思路，未来项目落地值得期待；2) 苏宁集团层面：大力布局文娱、体育等领域，未来不排除与上市公司的商业资产进行协同，构建综合商业生态圈。

图表 15：苏宁线上增速领先竞争对手



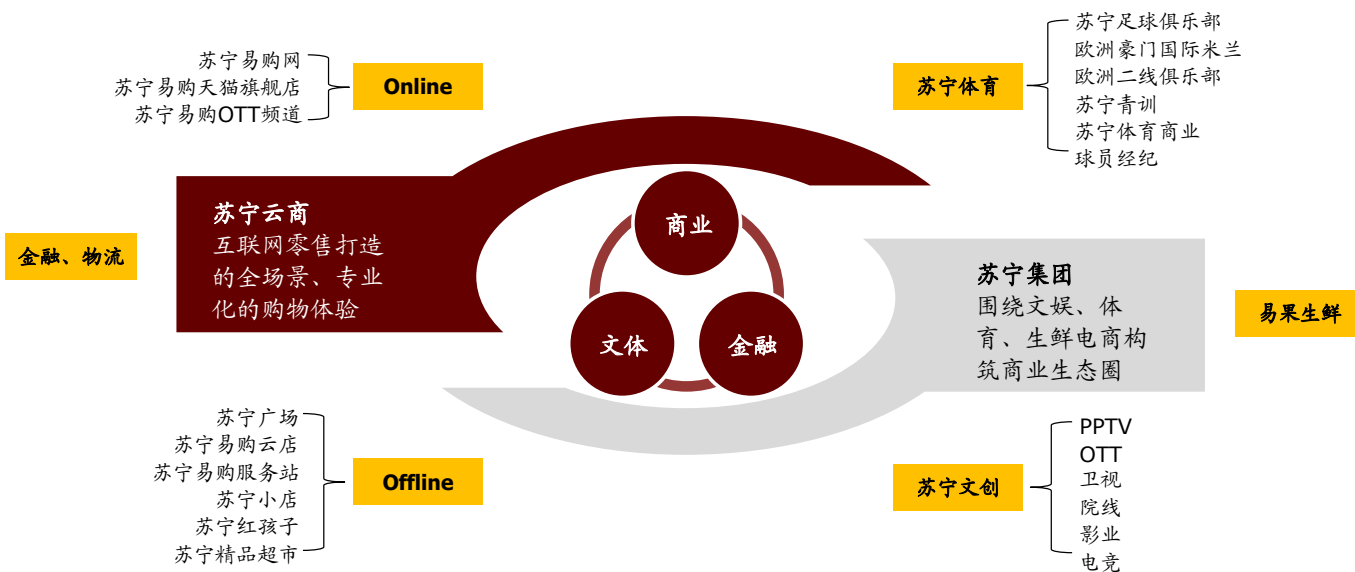
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16：苏宁线下门店增速今年以来逐季改善



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17：苏宁云商与苏宁集团共同构造综合商业生态圈



资料来源：易观国际，中金公司研究部

电商巨头在线下加速跑马圈地，实体渠道有望获得价值重估

近年来电商企业在线下加速跑马圈地，纷纷开展与实体渠道的入股、合作，如阿里入股银泰商业、苏宁云商，京东商城牵手永辉超市、沃尔玛等。我们认为，目前电商行业在线下的布局仍处于早期阶段，随着线上线下再平衡的进化，未来电商企业与实体渠道间的战略合作、交叉持股、并购重组等有望持续落地。从阿里、京东等巨头的布局情况来看，线下门店网络完善、供应链体系高效以及品类能与电商形成互补的实体渠道有望显著受益。

- **门店网络完善：** 电商企业通常在衡量线下零售商的门店价值时主要有两个考虑：一是门店布局广泛，这将有助于电商全面铺开线下业务，如阿里携手苏宁云商，京东入股永辉超市，均与后者全国性布局有关；二是区域网点密集，这将有助于电商企业拓展本地生活服务业务，如阿里入股宁波连锁商超企业，该企业在宁波市内门店数量占比超过 70% 等。



- **供应链体系高效：**线下企业通常要经过数年的积累，才能将某一业态的供应链体系打造成成熟，而这也是电商企业在选择实体零售商的重要考量。如永辉超市通过强大的生鲜优势跻身国内超市第一阵营，京东通过联手永辉，可以提升自身在超市品类、生鲜食品等领域的供应链效率。
- **品类互补：**阿里在流量、平台等方面优势明显，但在家电、3C 领域尚缺一个大的自营卖家来与京东竞争，因此通过与苏宁相互入股并达成战略联盟，有助于双方强强联合，提升自身的家电、3C 领域的竞争力。

图表 18：实体零售商渠道价值有望迎来重估

证券代码	证券简称	成立日期	营收复合增速 (2013~2015)	自有物业面积 (万平米)	门店数量	门店主要分布区域	经营特点
600697.SH	欧亚集团	1992	11.9%	256.06	70	扎根吉林，并覆盖辽宁、内蒙古等省份	现代时尚百货+现代摩尔生活馆+综超连锁
600694.SH	大商股份	1992	-4.4%	216.79	171	扎根东北，并覆盖中南部和华东地区	百货+超市+酒店
600827.SH	百联股份	1993	-2.6%	193.26	1697	扎根上海，辐射长三角，并覆盖全国 20 多个省级行政区	百货+超市+奥特莱斯+购物中心
600858.SH	银座股份	1984	1.3%	129.14	111	扎根山东，门店主要分布在山东省 12 个地级市	百货+大卖场
000501.SZ	鄂武商 A	1986	2.0%	120.12	94	扎根武汉，并覆盖湖北省其他地级市如襄阳、鄂州、黄冈	购物+休闲+餐饮+旅游+会议+会展
002251.SZ	步步高	2003	16.6%	80.00	241	扎根湖南，并覆盖广西、江西、四川、重庆、云南等省市	全渠道供应链+全球优质产品产地直采
002336.SZ	人人乐	1996	-6.1%	73.33	114	扎根华南，门店覆盖华南、华北、西南、西北四大区域的 10 个省级行政区	购物+饮食+娱乐+服务+休闲+文化
600729.SH	重庆百货	1992	-0.2%	60.98	238	扎根重庆，门店覆盖重庆 35 个区县、四川、贵州和湖北	百货+超市+电器
000759.SZ	中百集团	1989	-0.2%	46.34	1090	门店主要集中于湖北和重庆	物流配送体系一流
600280.SH	中央商场	1992	-4.7%	43.38	11	扎根江苏，并覆盖河南、山东、安徽、湖北等省份	与大润发合作密切，共享供应链
600859.SH	王府井	1993	-6.4%	33.80	31	门店集中于北京和中西部地区	全渠道布局
600327.SH	大东方	1999	-3.0%	33.06	88	门店分布在以无锡为中心的江苏省内地区	汽车销售及服务构成收入主要部分
600774.SH	汉商集团	1990	-0.9%	32.48	4	武汉	商业+会展+地产+旅游
002277.SZ	友阿股份	2004	1.3%	27.66	15	扎根湖南，门店覆盖长沙五大商圈、常德和郴州	线下零售+电商+金融业务
600861.SH	北京城乡	1992	5.0%	23.69	15	北京	大卖场+超市+宾馆+餐饮+商品生产+房地产开发
600723.SH	首商股份	1993	-4.8%	22.70	408	扎根北京，并覆盖天津、成都、太原、兰州、乌鲁木齐等多座大中型城市	品牌供应商资源丰富+政府资源丰富
002419.SZ	天虹商场	1984	4.2%	22.17	65	扎根华南，门店覆盖广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川等 8 个省级行政区的 18 个城市	实体店+PC 网店+移动端，全渠道零售生活平台
600814.SH	杭州解百	1992	59.9%	21.76	4	扎根浙江，门店覆盖杭州、义乌、兰溪等地市	百货+大健康医疗服务+体育产业
000417.SZ	合肥百货	1993	-0.7%	21.67	175	扎根合肥，门店覆盖安徽省内 9 个地市	超市+百货+电器
600628.SH	新世界	1988	-5.0%	21.35	10	上海	购物广场+丽笙大酒店+文化游艺广场+美食休闲广场
603123.SH	翠微股份	2003	10.9%	19.40	8	北京	百货+超市+餐饮+休闲娱乐
600785.SH	新华百货	1997	5.9%	17.89	242	扎根银川，并覆盖中卫和固原等宁夏其他地市	超市+百货+电器
600712.SH	南宁百货	1993	-9.6%	15.04	22	扎根广西，门店覆盖南宁、玉林、贵港、贺州等地市	以百货为主的多业态模式
002187.SZ	广百股份	2002	-2.8%	12.64	-	扎根广州，并覆盖揭阳、湛江等广东省其他地级市	以百货为主的多业态模式
601933.SH	永辉超市	2001	17.5%	-	388	在福建、重庆、四川、上海等 19 个省市拥有门店	以现代物流为支撑的全国性生鲜超市龙头企业
002561.SZ	徐家汇	1993	-2.5%	8.76	-	上海	管理团队出色，百货业务为主
600693.SH	东百集团	1990	-10.6%	7.06	6	福建	多产业为一体
600361.SH	华联综超	1996	2.6%	3.02	173	扎根北京，门店覆盖全国 20 多个省级行政区	以生鲜业务为经营核心，建立生鲜商品基地及生鲜加工配送中心
600865.SH	百大集团	1992	-5.5%	4.20	1	杭州	百货业+酒店业+旅游业
002697.SZ	红旗连锁	2000	11.2%	2.40	2108	门店主要集中于成都市及其周边	拥有三座现代化的物流配送中心；与上千家供货商建立了良好的合作关系
002264.SZ	新华都	2004	-6.2%	-	126	在福建 9 个地级市设有门店，同时扩张至汕头、南昌、赣州、杭州等	大卖场+百货店+综合超市+体育用品店+社区生活超市

资料来源：公司公告，中金公司研究部测算；注：门店数量以 2015 年年报数据为准

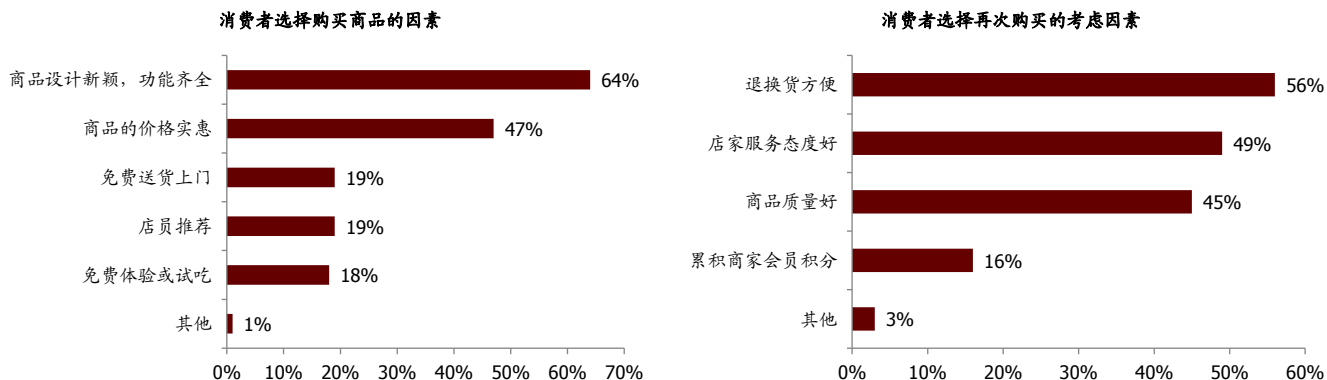


供应链之变：消费升级趋势下，供应链效率决定零售企业成长根基

伴随社会财富积累以及人口结构变化等多重因素驱动，我国正迎来新一轮消费升级。消费者在购物时对价格因素的敏感性有所降低，但对商品的品质、外观、质量以及文化内涵等方面的要求则越来越高。例如食品、日用品、服装等方面的消费呈现明显的“精致化”趋势，消费者希望吃到更安全、更健康、更新鲜的食品，中高档白酒走上了大众家庭的餐桌；着装方面，精致、个性、时尚的衣服相比此前的“快时尚”更有吸引力。

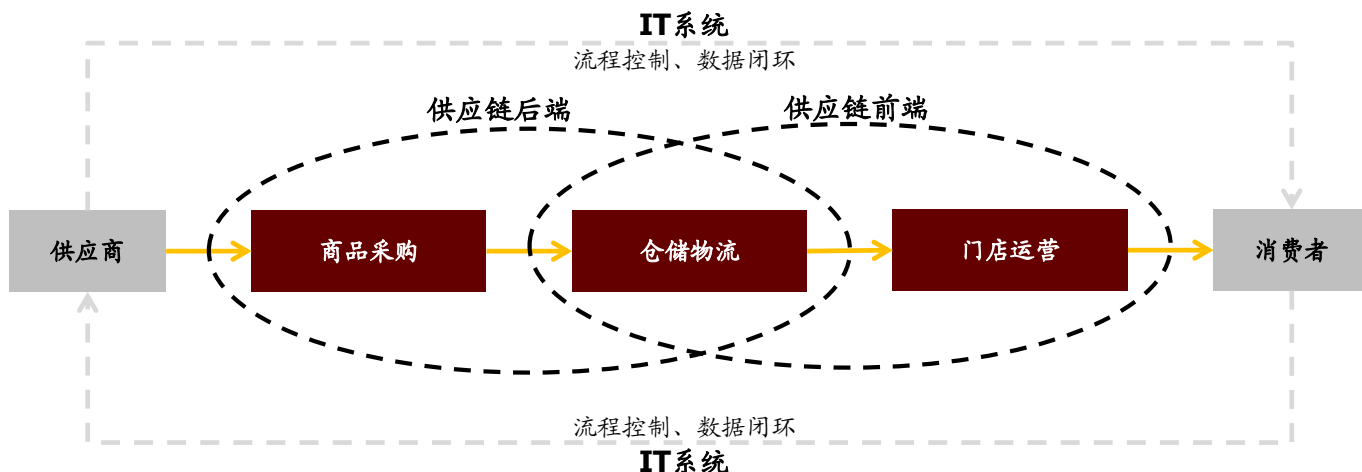
零售业作为连接商品与消费者的渠道，将受到消费者偏好改变的深远影响，过去多层级的购销模式、同质化严重的商品以及低效率的周转将面临严峻挑战。在这种背景下，零售企业通过对供应链的四大环节（如加强与上游品牌商合作、改善仓储物流设施、提升门店服务效率以及 IT 系统处理能力）进行改造升级，将有助于形成低成本、高效率、高品质以及差异化的运营模式，重新聚合消费者客流并带动自身业绩增长。从零售细分领域看，生鲜超市、钟表连锁以及跨境电商部分公司已形成较为高效的供应链体系，是我们看好的三个子板块。

图表 19：消费者的购物决策因素



资料来源：IBM GBS，中金公司研究部

图表 20：零售企业的供应链结构



资料来源：中金公司研究部



生鲜超市：市场空间广阔，实体渠道供应链优势明显

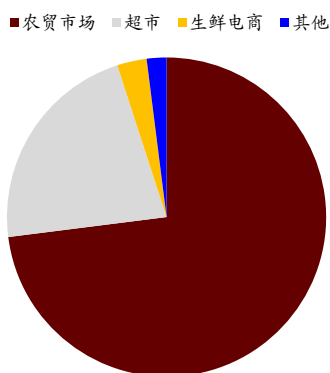
生鲜行业三足鼎立，生鲜超市有望成为重要销售渠道

伴随居民收入水平的提升，消费者对食品的要求从原先的生存、温饱型向享受、体验型转变，对生鲜食品的需求也发生一些变化：**1) 更新鲜**：随着生活质量的提升，消费者对食品鲜度和卫生性的要求提高，蔬果、肉类以及水产等商品的新鲜度已成为影响消费者购买决策的重要因素；**2) 更安全**：健康理念的流行使得消费者越来越重视食品安全，绿色食品、无公害食品的普及率逐步提升；**3) 更方便**：近年来，随着城镇居民生活节奏的加快，消费者越来越讲究食品消费的便捷性与营养搭配，加工食品、半加工食品或可以直接带回家就餐的熟食备受消费者青睐。

目前我国生鲜行业呈现三足鼎立的格局：占据传统主流地位的农贸市场、发展迅速的生鲜超市和崭露头角的生鲜电商。考虑到生鲜超市行业经历多年发展，部分公司已形成较为完善的供应链体系，安全、快捷、体验等方面的综合优势明显，**我们预计未来生鲜超市将成为国内重要的生鲜产品销售渠道。**

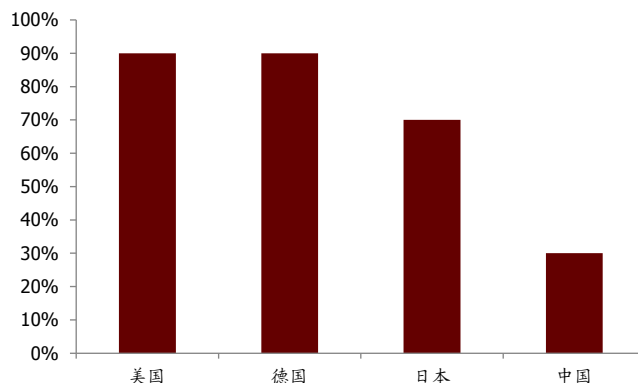
- ▶ **生鲜超市 VS 农贸市场**：农贸市场目前仍占据我国生鲜食品交易的大部分份额，但其在营业时间、食品安全、购物体验等方面存在明显不足，消费升级趋势下有望逐步被生鲜超市所取代。此外，我国“农改超”政策要求提高农产品流通效率，大力培育现代流通方式和新型流通业态，生鲜超市作为新兴业态具有广阔发展空间。目前我国连锁经营的生鲜超市占总消费比重约在 30% 左右，而美国、德国、日本等发达国家的这一比重约在 70~90% 之间，若未来我国生鲜超市渗透率能达到欧美水平，则行业规模将至少增长一倍以上。
- ▶ **生鲜超市 VS 生鲜电商**：近几年随着生鲜消费市场快速发展，部分电商也开始涉足生鲜领域，但整体规模依然较小。根据艾瑞咨询统计，2015 年国内生鲜电商平台的交易额仅为 542 亿元。我们认为，受制于生鲜品类的特性，生鲜电商在发展过程中将遭遇较多的困难：一是生鲜产品货源分散，标准化程度低，平台模式下货源质量无法保障；二是生鲜产品保质期短，对仓储物流等供应链环节要求高，而这往往是电商企业的薄弱环节；三是生鲜产品从采购、拣选到销售配送，中间过程损耗率较高导致生鲜品类毛利率较低，难以覆盖高昂的物流费用，生鲜电商盈利困难。因此，我们认为未来生鲜电商的渗透率提升空间较小，对生鲜超市的分流影响有限。据易观智库的数据，目前生鲜产品线上渗透率依然不高但增速却明显放缓。

图表 21：2016 年中国农产品市场份额



资料来源：易观智库，中金公司研究部

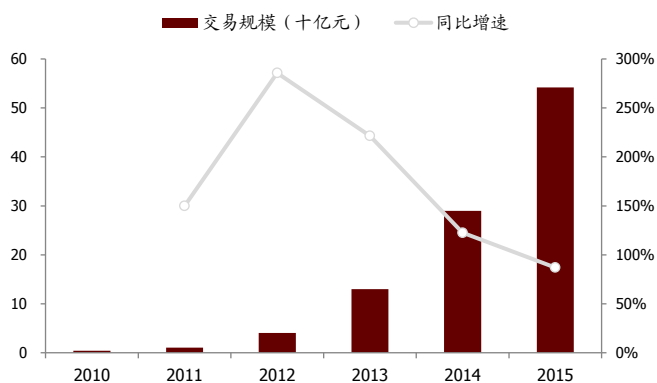
图表 22：国内外连锁经营的生鲜食品占总消费比重



资料来源：中企顾问网，中金公司研究部

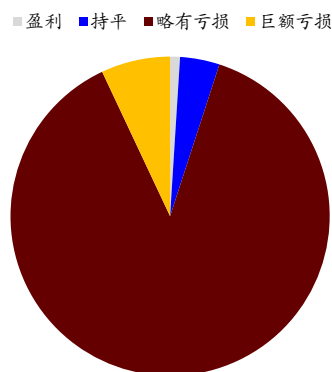


图表 23：生鲜电商交易规模



资料来源：易观智库，中金公司研究部

图表 24：生鲜电商盈利困难



资料来源：中国产业信息网，中金公司研究部

图表 25：生鲜超市的优势 VS. 农贸市场、生鲜电商

优势	生鲜超市	农贸市场
更长的营业时间	基本能够做到全天候营业，为白领一族提供便利	仅在早晨或者晚上营业一段时间，且营业时间较短
更好的购物环境	标杆店、旗舰店的快速复制给消费者带来良好的购物体验	传统农贸市场存在“劣、脏、乱、差”的弊端
更高的品质保障	强大的生鲜采购团队为消费者提供了新鲜的、丰富的生鲜产品	农产品损耗大、不易保鲜，存在食品安全问题
优势	生鲜超市	生鲜电商
更高的品质保障	强大的生鲜采购团队为消费者提供了新鲜的、丰富的生鲜产品	货源分散，平台模式下货源质量无法保障
更快的供应链响应速度	与当地农户建立稳定的供应关系，物流仓储设备较为完备	采购经验不足且仓储物流费用高昂
更好的盈利能力	以生鲜聚集更大客流，促进其他产品的销售	生鲜品类的带动作用无法充分发挥，纯生鲜盈利能力较差

资料来源：中金公司研究部

永辉超市：生鲜领先、深挖供应链，内生外拓快速成长

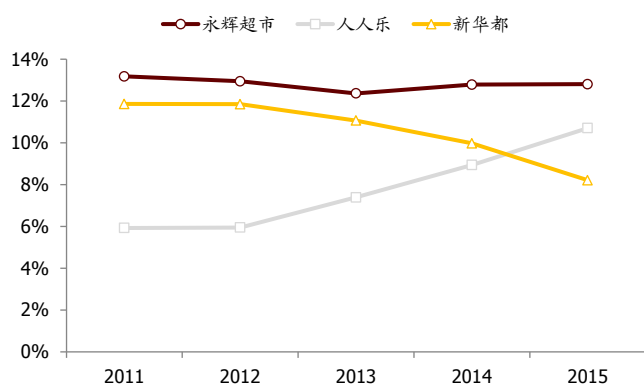
永辉超市成立于 2001 年，是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一。公司借助“农改超”的契机，开创了独特的“永辉生鲜模式”，并利用生鲜领先的经营策略，带动了其他食品、服装等产品的销售，从而保证自身利润快速增长。永辉生鲜领先模式的背后，是一套涵盖“产地—门店—顾客”的完整供应链体系，使得公司兼顾了生鲜农产品的质量优势与让利消费者的价格竞争优势。

- ▶ **专业的全球源头直采团队。**永辉总部拥有一支超过 600 人的专业采购团队，团队成员专注于各自的生鲜类别，通过深入到全球各地的农户和农产品原产地，以源头直采等方式缩短供应链、提高周转效率，为门店生鲜商品的质量与价格优势提供保障；
- ▶ **以“自营+合作”方式建立农业生产基地。**永辉还建立了一批自营与合作相结合的农业生产基地（如蔬果、水产养殖等），并在全国范围内搭建庞大的远程农产品采购体系，形成农产品从农田到超市的“产、供、销”一体化有机结合，从而保证产品质量的稳定以及自身较高的盈利能力；
- ▶ **完善的后台保障和规范化流程控制。**永辉先后投资建设了物流配送中心和具有恒温、冷藏功能的冷链配送系统，并通过统筹、集约方式控制物流配送，这样既有效控制了运输过程中的损耗，又保证了商品的新鲜度。目前永辉的生鲜损耗率约 3~4%，约为行业平均水平的一半。另外公司还编制了近 800 万字的内部生鲜流程控制手册，对各个环节（如存储、运输、陈列等）做了详细的规定；
- ▶ **门店生鲜经营特色突出，管理机制灵活。**永辉单个门店生鲜面积占比达到 40~50% 左右，并配备了远高于同行的生鲜员工人数，负责生鲜产品的陈列、维护、促销等，全面提升了消费者的购物体验。另外公司还采取了灵活的管理机制：门店拥有对生鲜的自主定价权，可根据新鲜度、存货、市场行情对售价进行调整，而总部和大区则主要考核销售额和利润率的情况。



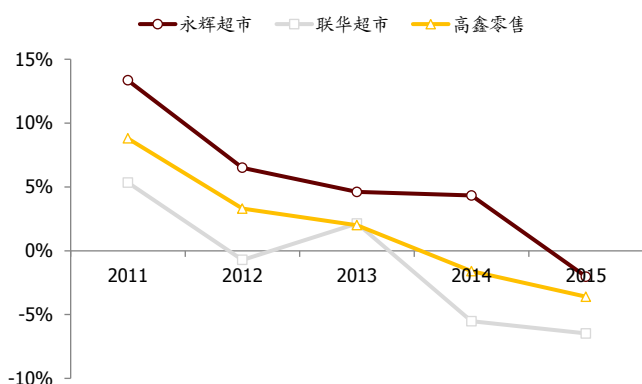
从效果看，永辉的生鲜产品价格低于同行 10~20%，但毛利率却要高于 2~4 个百分点；借助强大的生鲜集客能力，公司在行业整体景气低迷的情况下，近年来同店增速仍然维持较快增长，表现明显好于其他上市超市公司。

图表 26：超市企业生鲜产品毛利率比较



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 27：超市企业同店增长率比较



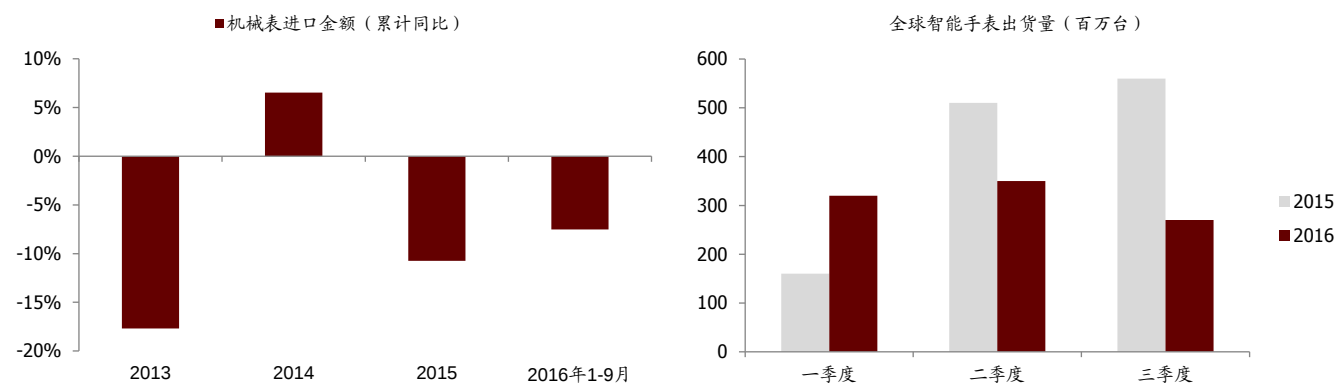
资料来源：公司数据，中金公司研究部

钟表连锁：龙头公司全产业链布局，受益消费升级趋势

消费升级趋势下，汇率贬值及关税下调有助于名表销售底部回升

近年来伴随消费升级趋势，中高端腕表销售出现企稳迹象。据钟表协会数据，近两年我国机械表进口金额的降幅已逐步收窄。此外人民币汇率贬值、关税调整等有助于我国名表销售底部回升。据财富品质研究院的统计数据，目前境外购买是中国消费者购买高端腕表的最主要渠道，占整体消费比重约 59%。考虑到 2015 年下半年以来人民币快速贬值（2015 年 8 月至今贬值幅度超过 10%）、中国对瑞士进口商品降低关税以及国际名表品牌推进全球统价等因素，未来中高端腕表的境内外差价有望逐步缩小并带动海外消费回流，这将有助于我国名表销售行业景气度底部回升。

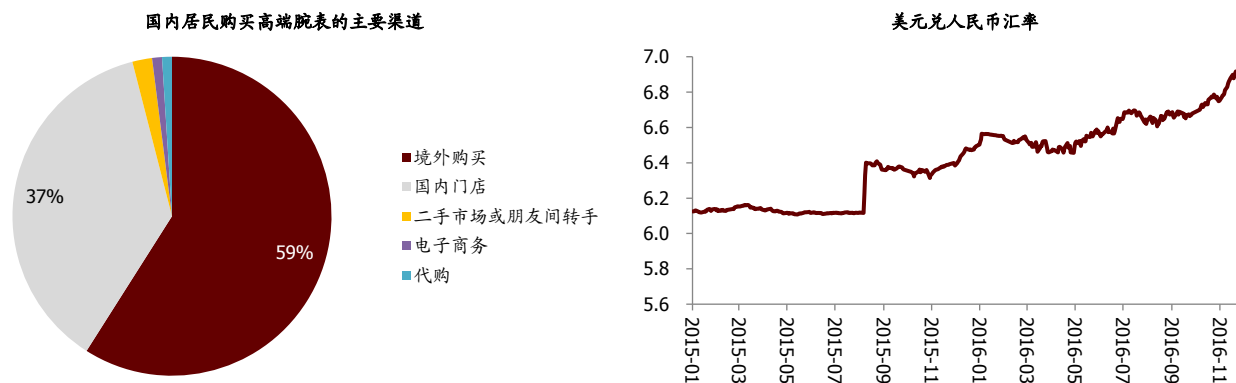
图表 28：消费者对智能手表的态度回归理性



资料来源：中国钟表协会，IDG，中金公司研究部



图表 29：海外钟表消费有望回流



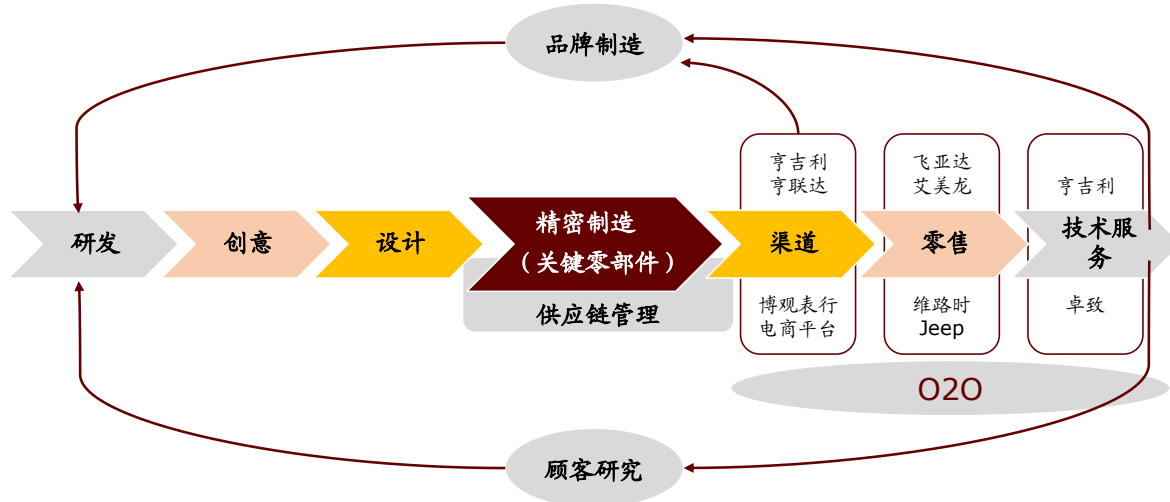
资料来源：财富品质研究院，美联储，中金公司研究部

飞亚达：布局腕表全产业链，“产品+渠道+服务”模式优势明显

飞亚达是我国钟表领域的旗舰企业，公司以品牌战略为统领，专注于世界名表零售和自有品牌钟表的研发、设计、制造和销售业务。经过多年耕耘，公司已基本完成了在研发、设计、关键零部件生产制造、零售以及手表后市场等重要环节的全产业链布局，未来有望充分受益于国内腕表行业的景气回升。

- **多品牌矩阵成型，拓宽消费者覆盖范围：**目前公司拥有自主品牌“飞亚达”、电商品牌“唯路时”、瑞士高端品牌“艾美龙”（2009 年收购），并授权运营时尚品牌“JEEP”以及民族传统品牌“北京”手表，主力销售价格区间 2000~6000 元，有效覆盖大部分年轻消费者的需求。
- **终端网点覆盖全国，酷时街打通线上线下。**自有品牌飞亚达表拥有 2000 多个终端网点，与国内各高档 Shopping mall 及高档百货建立了战略合作关系；旗下“亨吉利世界名表中心”定位高端钟表零售，拥有 200 多家门店，目前已入驻欧米茄、劳力士、积家、卡地亚、芝柏等多个瑞士知名品牌；博观表行门店 100 多家；酷时街定位综合性腕表在线销售平台，与天猫、京东、苏宁等平台形成良好合作关系。
- **进军手表后市场，打造新润新增长点：**目前国内手表维修市场仍未发展完善，难以匹配逐步增长的手表存量规模。飞亚达凭借自身品牌、渠道及技师资源等优势，建立起广阔的手表技术服务网络，未来有望在手表后市场发展抢占先机，打造新的利润增长点。目前公司手表维修业务净利率高达 40%。

图表 30：飞亚达全产业链布局



资料来源：公司数据，中金公司研究部



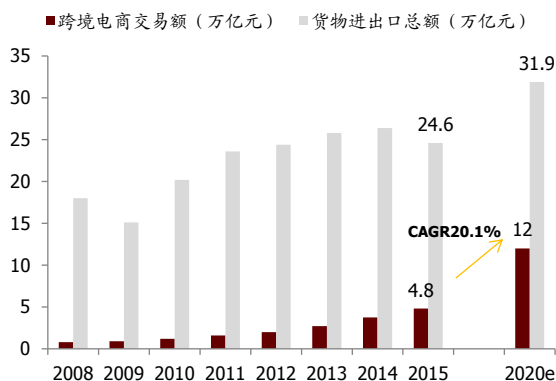
跨境电商：升级传统外贸效率，有望成为零售新蓝海

跨境电商：升级传统贸易流程，预计 2015~2020 年复合增长率 20.1%

伴随国内居民对海外优质商品需求的日益高涨以及传统贸易流程的整合优化，近年来跨境电商呈现蓬勃发展态势，逐步成为电商领域的新蓝海。据阿里研究院统计，2015 年我国跨境电商交易规模达到 4.8 万亿元，同比增长 28%，占进出口总值 19.5%。从交易方向来看，出口跨境电商是我国跨境电商交易的主体，2015 年交易额占比达到 83.1%；进口跨境电商尽管占比仍较小，但发展速度较快，占比从 2012 年的 10% 提升至 2015 年的 17%。据阿里研究院预测，2020 年我国跨境电商交易规模有望达到 12 万亿元，2015~2020 年复合增速约 20.1%。

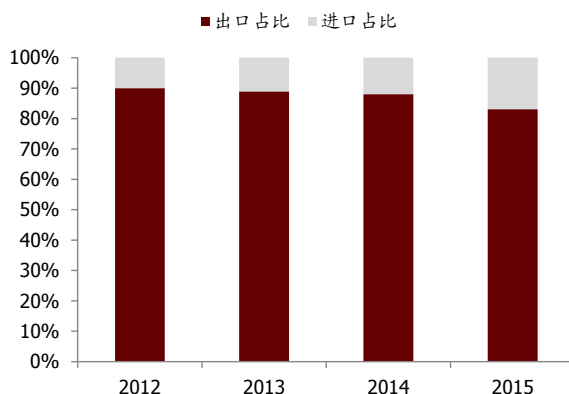
- ▶ **跨境电商能缩短流通环节，升级传统外贸效率。**传统的外贸模式存在诸多痛点，如过度依赖原有销售渠道、交货周期长以及利润率低等，以上问题长期制约着中小企业进出口贸易的发展。通过借助互联网运营的技术，消费者与品牌商可以直接通过跨境电商平台进行对接，有效压缩贸易中间环节、降低商品流转成本并改善信息不对称的局面，有助于企业盈利能力提升并提供更好的消费体验。
- ▶ **国家政策进一步打破跨境支付、物流以及金融服务掣肘。**目前跨境电商在支付、物流等领域仍面临一些限制，如配送时间长、退换货困难、清关障碍、包裹易遗失等，近期国家出台一系列政策对通关、税收、支付等环节进行了优化，有助于跨境电商的快速发展。

图表 31：跨境电商交易额快速增长



资料来源：阿里研究院，中金公司研究部

图表 32：出口/进口跨境电商发展情况



资料来源：阿里研究院，中金公司研究部

图表 33：跨境电商升级传统贸易流程



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部



图表 34：国家政策有助于跨境电商长期稳健发展

时间	相关部门/会议	政策及要点
2013.08	国务院	发布《国六条》，在上海、重庆、杭州、宁波、郑州等5个城市试点跨境贸易电子商务服务
2014.01	财政部、国税总局	《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》明确跨境电商出口有关的税收优惠政策
2014.07	国务院	《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》出台，特别提出支持跨境电商电子商务的发展
2015.01	外管局	开展支付机构跨境外汇支付业务试点，提高网络购物单笔限额
2015.05	国务院	电商《国八条》要求大力发展跨境电子商务
2015.05	海关总署	对跨境电商实行365天24小时服务
2015.05	商务部	《“互联网+流通”行动计划》，推动建设100个电子商务海外仓
2015.06	国务院	发布《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》，鼓励国内企业通过“海外仓”、体验店和配送网店等模式融入境外零售体系、优化海关监管措施、完善检验检疫监管政策、明确进出口税收政策、完善电商支付结算管理
2015.09	海关总署	发布《关于加强跨境电子商务网购保税进口监管工作的函》，强调跨境保税进口必须在跨境电商试点城市的海关特殊监管区域或保税物流中心展开
2015.12	商务部	总结杭州跨境电商综合试验区成功经验，尽快向全国进行复制推广；下一步将把B2B做大做强
2016.01	国务院	发布《关于同意在天津等12个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》：同意在天津市、上海市、重庆市、合肥市、郑州市、广州市、成都市、大连市、宁波市、青岛市、深圳市、苏州市等12个城市设立跨境电子商务综合试验区
2016.03	财政部、海关总署、国税总局	发布《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》：对跨境零售进口进行税收规范
2016.05	国务院	发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》：开展并扩大跨境电子商务、市场采购贸易方式和外贸综合服务企业试点

资料来源：政府网站，中金公司研究部

跨境通：跨境电商综合生态圈成型，仓储物流构筑核心竞争力

跨境通前身是成立于 2003 年的“百圆裤业”，其于 2014 年收购环球易购开启跨境电商转型之路。近两年公司围绕“B2B+B2C”、“进口+出口”、“平台+自营”、“运营+服务”等领域积极进行布局，打造立体化、多元化的跨境电商综合生态圈。目前，公司已基本打通跨境电商全产业链，并通过海外建仓、设立保税仓等方式打造自身核心竞争力，为未来盈利能力提升以及可持续发展奠定强大根基。

图表 35：跨境通的跨境电商综合生态圈



资料来源：公司数据，中金公司研究部

跨境出口业务：1) 买断式自营为主，加强品质管控并提升毛利率。公司的跨境出口业务平台环球易购主要采取买断式自营的商业模式，相对于 C2C 类跨境电商平台，自营模式由于采购规模较大，且商品品质与服务质量更可靠，上下游议价能力强，因此毛利率



水平也更高，目前公司服饰家居/电子产品的毛利率分别为 60%/40%左右；**2) 海外建仓有助于提高物流效率降低物流成本。**公司已在美国、英国、德国、法国、澳洲及日本等 6 个国家完成海外仓库布局，仓储占地超 1 万平米。此外，公司今年 9 月通过新一轮定增加码海外仓布局，未来其海外仓发货比例有望提升至 30%。

跨境进口业务：1) 海外直采团队保障商品品质，O2O 销售模式提升购物体验：公司的跨境进口业务平台“五洲会”在欧洲、美洲与澳洲各有 10 余人的直采团队，商品涵盖母婴用品、美妆、食品及家居等多个领域。销售方面积极打造全渠道体系来提升购物体验，线上布局 PC 商城、移动端、微商、APP 等入口，线下设立 20 多家 O2O 体验店；**2) “保税区发货”与“海外直邮”两种模式满足个性化需求：**公司提供“保税区发货”与“海外直邮”两种物流模式，并与国内最大的跨境电商供应链平台一通百建立战略合作关系，完善仓储清关与配送服务。此外，公司还在广州、杭州及宁波等地与 6 个保税仓进行合作，合计仓储面积超过 5 万平米，有效提高进口物流的时效性。

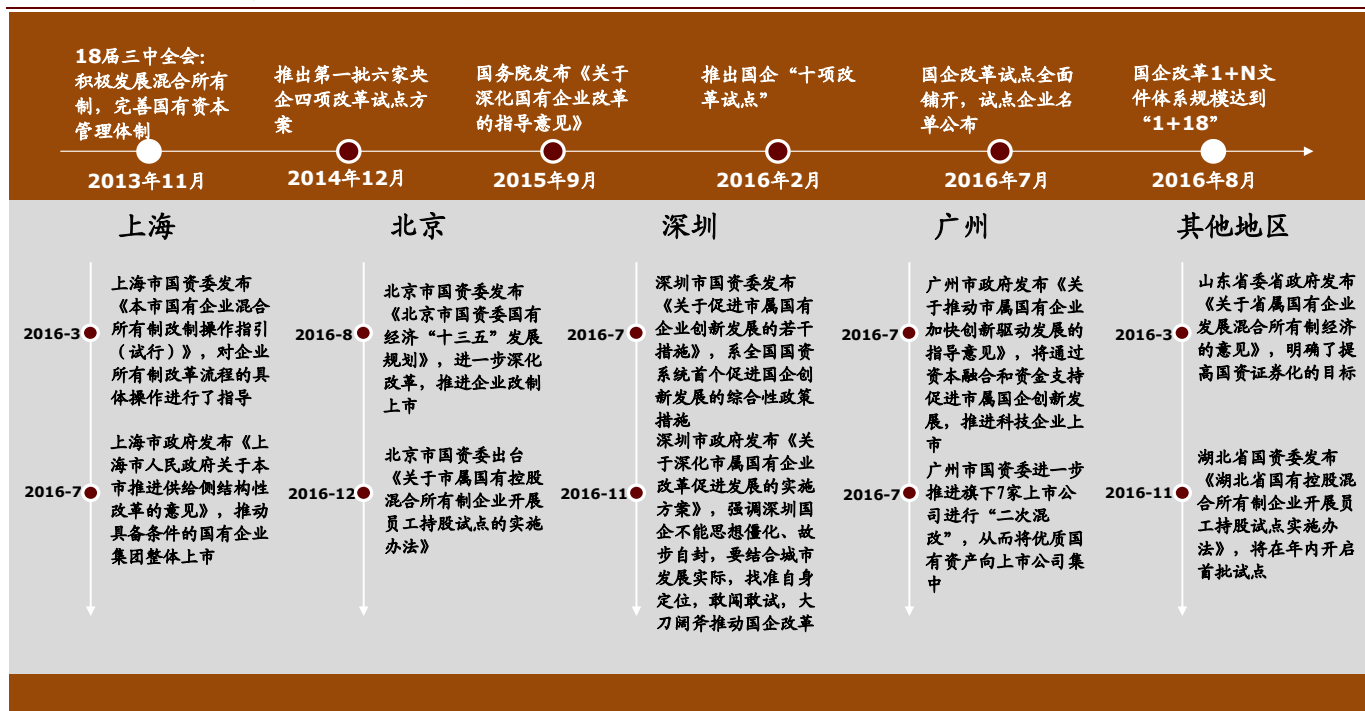


体制之变：国企改革释放企业经营活力

国企改革进入深化落实阶段，国有零售公司改善空间大

2016 年国企改革进入“深化落实”阶段。1) 中央层面：国资委今年 2 月份发布十项改革试点内容，对于改革落实提供更加详细的指导，如强调央企重组兼并、推行市场化运营机制及与员工持股等，与此同时，“1+N”政策体系进一步完善，目前已出台超过 18 个配套政策。2) 地方层面：截至 2016 年 11 月，我国 30 个省市已制定相关细化方案，内容主要有推动资产证券化、试点投资运营公司模式以及兼并重组等，上海、北京、深圳、重庆等热点区域迎来改革落地期。

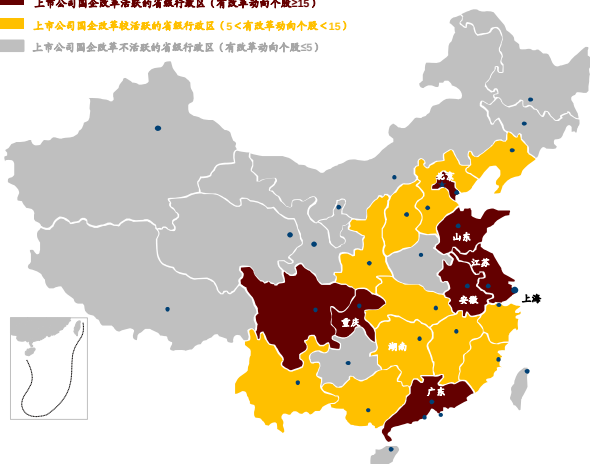
图表 36：国企改革中央纲领及地方政策



资料来源：政府网站，中金公司研究部

图表 37：国企改革活跃程度

■ 上市公司国企改革活跃的省份/地区（有改革动作个股≥15）
■ 上市公司国企改革较活跃的省份/地区（5≤有改革动作个股<15）
■ 上市公司国企改革不活跃的省份/地区（有改革动作个股≤5）



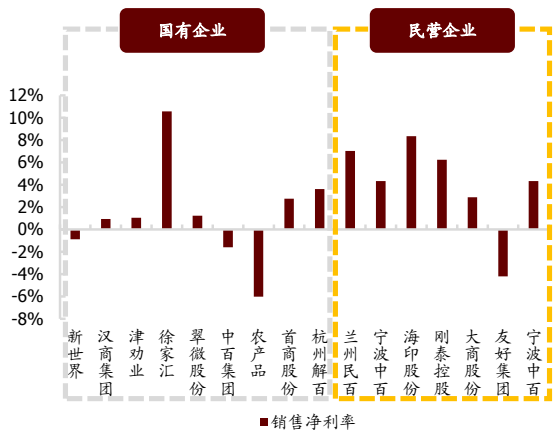
所属地区	国有零售公司
国务院国资委	飞亚达A、天虹商场
北京	翠微股份、王府井、首商股份、北京城乡
上海	百联股份、新世界、益民集团、上海九百、徐家汇
广州	广百股份、越秀金控
深圳	深赛格、农产品
武汉	鄂武商A、中百集团、汉商集团、武汉中商
重庆	重庆百货
天津	津劝业
东北	欧亚集团、中兴商业
安徽	合肥百货
广西	南宁百货
浙江	海宁皮城、轻纺城、杭州解百
山东	银座股份
湖南	通程控股

资料来源：中金公司研究部



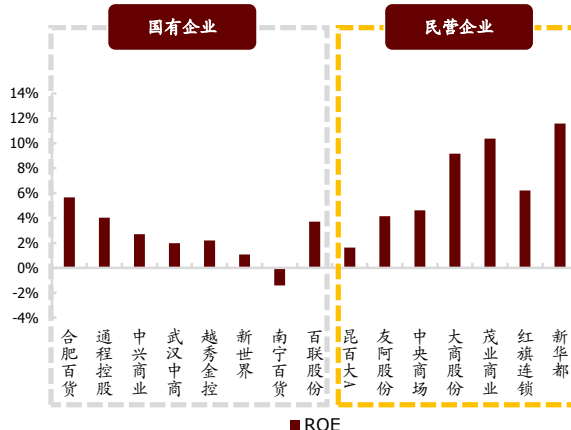
零售行业竞争激烈，但国有零售公司资产优秀且现金流充沛，改善空间大。从经营效益看，近年来我国零售行业竞争激烈，国有零售企业受制于经营机制等原因，盈利能力普遍落后于民营零售公司，未来通过转型变革改善盈利情况的诉求强烈。今年 11 月，国务院《关于推动实体零售创新转型的意见》明确深化国有商贸企业改革，也有助于加速零售行业改革的铺开。从资产质量看，国有零售公司具有资产价值优秀与现金流稳定两大优势，这也为其后续的并购整合转型提供充足运作空间。

图表 38：零售行业国企民企销售净利率对比



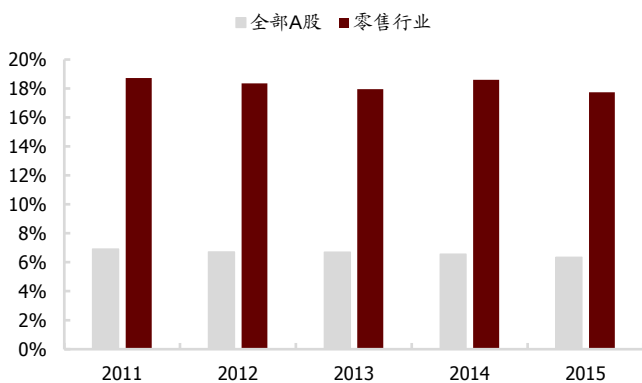
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 39：零售行业国企民企 ROE 对比



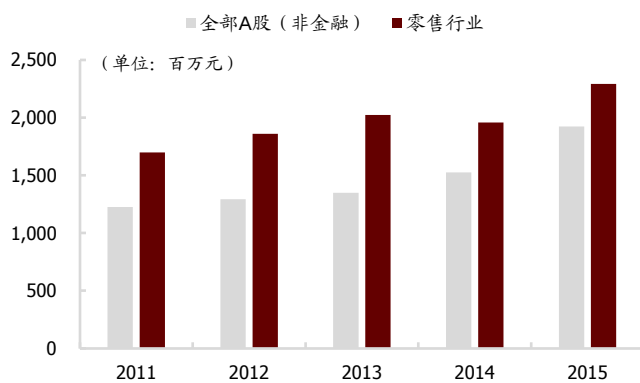
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 40：固定资产/总资产



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 41：现金及现金等价物（平均值）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

关注国企改革三大方向：集团资产整合注入、混改引入战投、激励改革

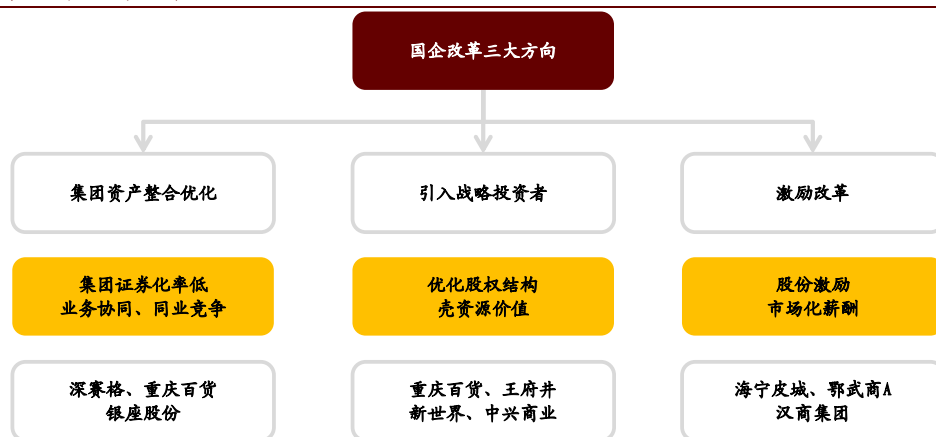
结合当前的政策导向、落地案例以及国有零售公司动态，我们认为未来零售行业的国企改革需关注三大方向：集团资产整合注入、混改引入战略投资者以及员工激励机制实施。

- **集团资产整合注入：**目前我国已有 20 多个省市提出国有资产证券化的目标比例，考虑到实际执行情况与政策目标仍存在一定差距（不足 25% VS 50% 以上），我们认为未来集团资产整合优化仍将是零售国企改革的主要方向之一。以下三类零售公司最有可能进行集团资产整合：1) 集团整体资产证券化率偏低，如飞亚达、天虹商场、合肥百货等公司的大股东总资产规模相对较多；2) 大股东旗下优质资产与零售业务具备协同效果，如广州友谊装入越秀金控；3) 集团存在同业竞争问题亟待解决，如武商联旗下的鄂武商、武汉中商及中百集团均主营零售业务。



- **混改引入战略投资者：**通过引入外部战投有助于破解国有零售企业的体制限制，形成市场化运行机制并注入先进经营理念。近期重庆百货拟通过定增引入物美、步步高优秀民营零售公司，方案实施后公司股权结构更趋均衡，没有任何一个股东能单独对公司形成控制，这将有利于公司突破制度限制优化股权结构。此外，对于部分经营效益难以扭转、国资持股比例低且市值小的零售国有公司，未来不排除国资委进行股权转让的可能，此类国企的壳价值也值得关注。
- **员工激励机制实施：**相对于民营零售企业，国有零售公司人效偏低，通过改革员工激励机制，有望重新激发管理层的内在动力与活力。鄂武商、汉商集团等都已推出相应的股权激励方案，随着 8 月份国资委《员工持股试点意见》的正式发布，未来不排除有更多的零售企业借助政策东风实施员工激励的可能。

图表 42：国有零售上市公司改革方向



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 43：国有零售上市公司大股东情况

证券代码	证券简称	名称	持股比例	大股东情况	
				总资产（十亿元）	大股东业务范围
600814.SH	杭州解百	杭州市商贸旅游集团	56.6%	19	商业、餐饮服务、宾馆酒店、旅游服务、食品加工、文化创意
002187.SZ	广百股份	广百集团	53.2%	11	零售、物流、展览
600827.SZ	百联集团	百联集团	45.6%	89	零售、大宗物资贸易、仓储物流、消费服务、电子信息
600729.SH	重庆百货	重庆商社集团	45.0%	23	百货、超市、电器、汽贸、化工、进出口贸易、商业地产
000419.SZ	通程控股	长沙通程实业集团	44.3%	5	日用百货、针棉织品、五金交电、家具、文体用品
002419.SZ	天虹商场	中国航空技术深圳有限公司	43.4%	142	高科技制造、地产开发、物业管理、酒店经营、零售、贸易
000987.SZ	越秀金控	广州国资委	41.7%	-	-
000785.SZ	武汉中商	武商联	41.3%	30	商业零售、批发、物流
600824.SH	益民集团	上海黄浦区国资委	39.0%	-	-
600859.SH	王府井	王府井国际	38.2%	22	投资、融资和股权管理
000417.SZ	合肥百货	合肥市建投集团	38.0%	253	国有资产经营管理
002344.SZ	海宁皮城	海宁市资产经营公司	33.1%	70	国有资产投资开发
600723.SH	首商股份	北京首都旅游集团有限责任公司	37.8%	53	酒店、旅行社、汽车、购物、餐饮、会展、娱乐、景区
000026.SZ	飞亚达A	中航国际	37.2%	65	航空、国际贸易、电子制造、零售、物业经营与管理、酒店管理
600790.SH	轻纺城	轻纺城市场开发经营有限公司	35.8%	33	轻纺城市场和相关基础设施、公益性项目投资开发
000715.SZ	中兴商业	沈阳中兴商业集团有限公司	33.9%	-	-
600861.SH	北京城乡	北京国有资本经营管理中心	33.5%	1,869	国有资本经营和国有股权管理
603123.SH	翠微股份	北京翠微集团	32.8%	-	投资管理、资产管理和会议服务
002561.SZ	徐家汇	徐家汇商城集团	30.4%	6	实业投资，国内贸易，商业及其它第三产业开发
000058.SZ	深赛格	深圳市赛格集团有限公司	30.2%	9	节能半导体器件制造、电子专业市场
600774.SH	汉商集团	武汉汉阳区国资办	30.0%	-	-
000882.SZ	华联股份	北京华联集团	29.7%	36	大型综合超市、精品超市、百货店及商业地产
000061.SZ	农产品	深圳国资委	28.8%	-	-
600697.SH	欧亚集团	长春市汽车城	24.5%	-	-
600858.SH	银座股份	鲁商集团	24.5%	71	零售、房地产、医药、旅游、传媒、金融、物产、汽车、教育
000501.SZ	鄂武商A	武商联	21.5%	30	商业零售、批发、物流
600628.SH	新世界	上海市黄浦区国资委	20.7%	-	-
600838.SH	上海九百（集团）有限公司	上海九百（集团）有限公司	19.6%	-	特色食品业、现代百货业和商业地产业
600712.SH	南宁百货	南宁沛宁资产经营有限责任公司	18.2%	-	国有资产经营管理
000759.SZ	中百集团	武商联	18.1%	30	商业零售、批发、物流
600821.SH	津劝业	天津劝业华联集团	13.2%	-	百货商场、大型综合超市、特许加盟连锁店、配送中心

资料来源：公司数据，中金公司研究部



2017 年投资建议：聚焦三条投资主线

主线一：新零售

随着体验式消费的兴起以及线上线下深度融合，全渠道零售大势所趋。在近期阿里、京东加速在线下跑马圈地，亚马逊推出实体零售店 AmazonGo 的背景下，2017 年“新零售”有望站上投资风口，建议重视全渠道转型逐步显效的龙头公司以及实体零售渠道的重估价值。

投资组合苏宁云商（主业经营超预期、资产价值重估、外延整合预期强烈）、**快乐购**（兼具媒体、零售和互联网属性，业务延展性强）、**大商股份**（推进全渠道零售商建设，产业资本持续增持）、**海印股份**（海印生态圈渐入收获期，后续业绩有望逐步释放）；**建议关注友阿股份**（扩张积极的区域龙头，重资产模式价值显现）、**天虹商场**（围绕消费服务布局全渠道，转型变革持续深化）。

主线二：强供应链

消费升级趋势下消费者偏好也随之发生变化，能够率先对供应链进行优化升级的零售企业有望建立起先发优势，更好的提升自身商品经营能力并适应消费者需求的变化，有助于聚合客流并实现业绩增长。

投资组合永辉超市（供应链发力与合纵连横战略全面提升竞争优势，外延整合值得期待）、**王府井**（多元化转型升级与国企改革提振未来成长预期）；**建议关注步步高**（湖南超市龙头，跨境电商有望打造利润新增长点）、**跨境通**（跨境电商综合生态圈成型，仓储物流构筑核心竞争力）、**飞亚达 A**（国内钟表旗舰企业，受益海外消费回流）。

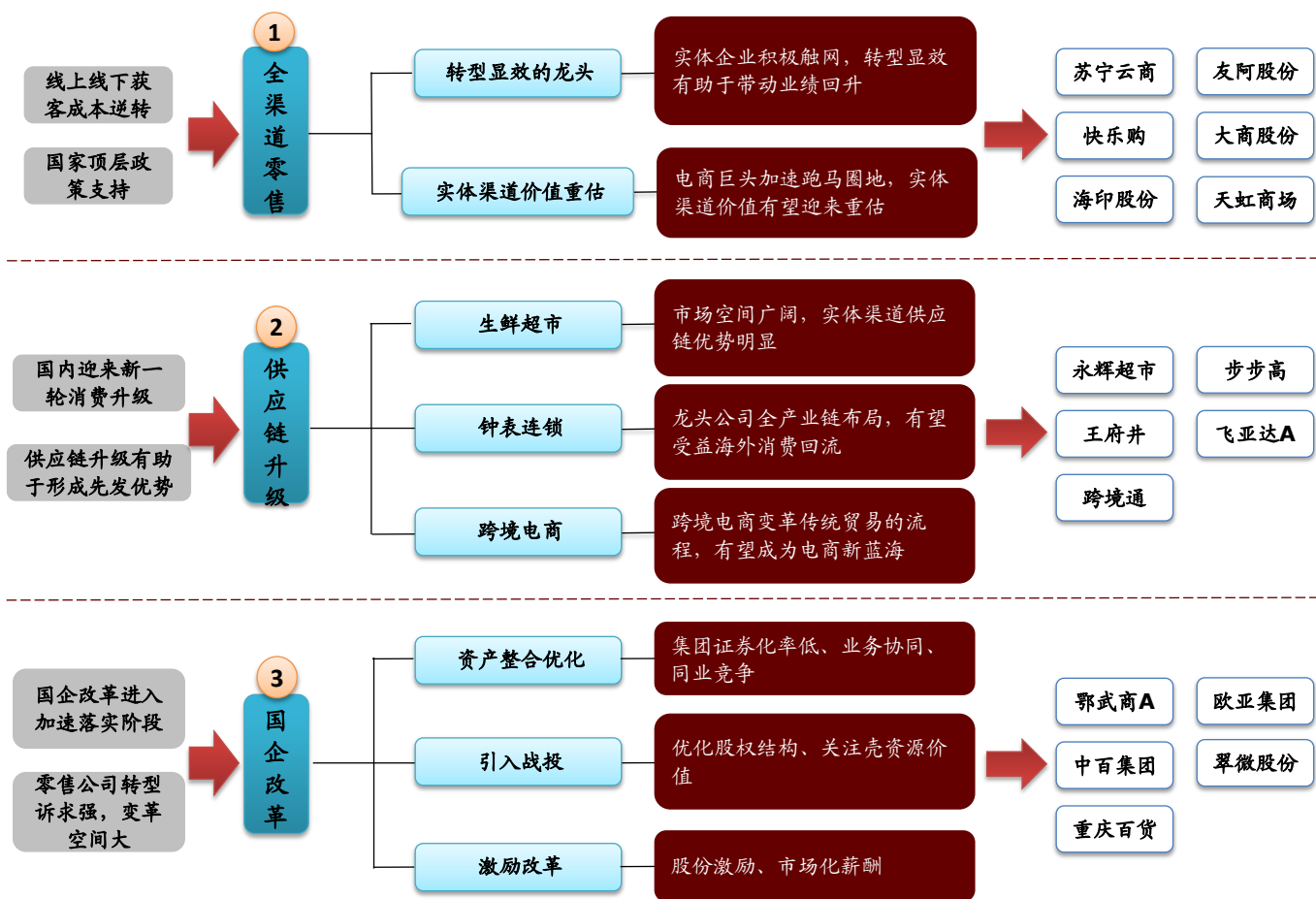
主线三：国企改革

近年来零售业竞争加剧，国有零售企业受制于自身体制，经营效益普遍落后于民营企业。同时，零售公司资产质量优秀，改善空间广阔。随着中央及各地政策的加速推进，国企改革有望成为宏观经济结构化转型的主要手段，相关国有零售公司有望显著受益。

投资组合鄂武商 A（低估值稳增长商业龙头，受益国企改革推进）、**中百集团**（转型升级逐步显效，2017 年业绩迎来向上拐点）、**重庆百货**（混改实施有助于释放经营活力）；**建议关注欧亚集团**（物业重估价值高，险资举牌有望驱动估值提升）。



图表44：零售行业三条投资主线



资料来源：中金公司研究部

图表45：零售行业可比公司估值表

代码	公司	股价	总市值 (百万元)	总股本 (百万)	净利润 (百万元)						每股净利润			市盈率			15年底-17年底 净利润 CAGR	PEG
					2015A	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E		
百货和购物中心																		
600694.SH	大商股份	40.25	11,822	294	662	4.1%	721	8.8%	756	4.8%	2.25	2.45	2.57	17.9	16.4	15.6	6.8%	2.4
600859.SH	王府井	16.28	12,637	776	661	-8.4%	594	-10.1%	629	5.8%	0.85	0.77	0.81	19.1	21.3	20.1	-	-
600778.SH	友好集团	11.06	3,445	311	15	-68.5%	18	18.4%	22	21.5%	0.05	0.06	0.07	225.2	190.2	156.5	20.0%	9.5
600729.SH	重庆百货	23.49	9,549	407	367	-39.9%	418	13.8%	449	7.4%	0.90	1.03	1.10	26.0	22.8	21.3	10.5%	2.2
000417.SZ	合肥百货	8.88	6,925	780	262	-16.4%	279	6.3%	287	2.9%	0.34	0.36	0.37	26.4	24.8	24.1	4.6%	5.4
600697.SH	欧亚集团*	32.10	5,107	159	324	21.8%	340	4.7%	373	9.9%	2.04	2.14	2.35	15.7	15.0	13.7	7.3%	2.1
002277.SZ	友阿股份*	13.58	9,619	708	310	-14.4%	350	13.0%	406	15.8%	0.44	0.49	0.57	31.0	27.4	23.7	14.4%	1.9
000501.SZ	鄂武商A	20.00	11,837	592	799	41.8%	970	21.3%	1,077	11.1%	1.35	1.64	1.82	14.8	12.2	11.0	16.1%	0.8
600858.SH	银座股份*	9.23	4,800	520	104	-32.4%	111	7.0%	148	33.2%	0.20	0.21	0.28	46.3	43.3	32.5	19.4%	2.2
600827.SH	百联股份	14.10	25,157	1,784	1,275	1.0%	1,084	-15.1%	1,139	5.1%	0.71	0.61	0.64	19.7	23.2	22.1	-	-
000987.SZ	广州友谊	14.49	32,223	2,224	229	-15.0%	243	6.1%	251	3.4%	0.10	0.11	0.11	140.7	132.6	128.2	4.8%	27.9
000882.SZ	华联股份*	4.71	10,485	2,226	221	13.1%	231	4.4%	403	74.9%	0.10	0.10	0.18	47.5	45.5	26.0	35.1%	1.3
600723.SH	首商股份*	9.41	6,196	658	344	1.7%	323	-6.1%	331	2.3%	0.52	0.49	0.50	18.0	19.2	18.7	-2.0%	-9.7
超市类公司																		
601933.SH	永辉超市	5.03	48,139	9,570	605	18.2%	1,169	93.1%	1449	24.0%	0.06	0.12	0.15	79.5	41.2	33.2	54.7%	0.8
000759.SZ	中百集团	9.49	6,463	681	6	9.0%	30	443.3%	46	51.6%	0.01	0.04	0.07	1151.9	212.0	139.9	-	-
600361.SH	华联超市	6.97	4,641	666	53	152.6%	42	-20.2%	60	40.9%	0.08	0.06	0.09	87.3	109.4	77.6	6.1%	18.0
002251.SZ	步步高*	16.58	14,324	864	214	-16.9%	210	-2.0%	243	16.1%	0.25	0.24	0.28	67.0	68.3	58.9	6.7%	10.3
电子商务公司																		
002024.SZ	苏宁云商	11.61	108,090	9,310	873	133.2%	757	-13.2%	871	15.0%	0.09	0.08	0.09	123.9	142.8	124.2	-	-
300413.SZ	快乐购	23.76	9,528	401	95	-16.6%	67	-29.3%	77	15.3%	0.24	0.17	0.19	100.2	141.8	123.0	-	-
专业市场经营者																		
002344.SZ	海宁皮城	11.20	14,367	1,283	549	-9.9%	562	2.4%	603	7.3%	0.43	0.44	0.47	26.2	25.6	23.8	4.8%	5.3
000861.SZ	海印股份	4.91	11,047	2,250	196	-29.0%	237	20.8%	293	24.0%	0.09	0.11	0.13	56.4	46.7	37.6	22.4%	2.1
600790.SH	轻纺城*	7.37	7,716	1,047	295	-9.6%	393	33.0%	404	2.8%	0.28	0.38	0.39	26.1	19.6	19.1	16.9%	1.2

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：*为中金未覆盖公司，盈利预测使用万得一致预期。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从<http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：江薇、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

