

重塑价值链，迈向低价高效新消费时代

——中金零售



樊俊豪

中金公司研究部

SAC: S0080513080004

郭海燕

中金公司研究部

SAC : S0080511080006

2015年8月

目录

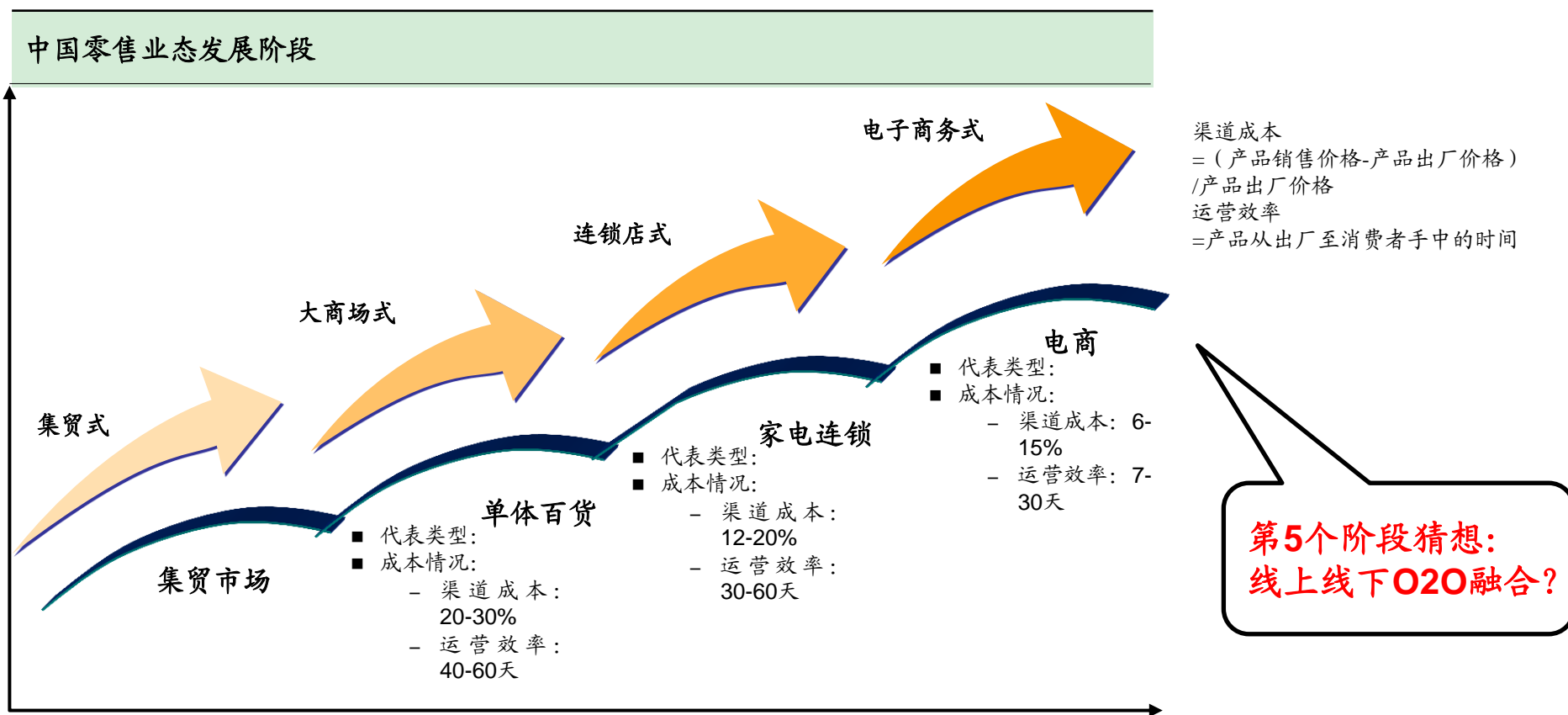
第一部分	零售行业的Tenbagger：商业模式！商业模式！商业模式！ -----	2
第二部分	零售行业的盈利模式及分析框架 -----	5
第三部分	大众消费时代对零售行业盈利模式的影响 -----	9
第四部分	零售行业发展趋势：重塑价值链，迈向低价高效新消费时代 -----	12
第五部分	对当前零售行业的看法及投资建议 -----	18

第一部分

零售行业的Tenbagger：商业模式！商业模式！商业模式！

我国零售行业的商业模式变迁：已经历4个阶段，正迈向第5个阶段

- 我国零售行业已经历4个业态变迁：**集贸式、大商场式、连锁店式和电子商务式**。每一次商业模式变迁都带来成本降低和效率提高，为整个产业链带来增值，也催生了一波又一波的大牛股。
- 接下来的问题是：**Who's next? 线上线下O2O融合，阿里+苏宁；京东+永辉；阿里+银泰等**
- **电商飞速发展推动力**：1) 网民规模扩张，网购渗透率提高；2) 网民年龄结构优化，消费实力增强；3) 产业资本资金持续注入；4) 传统零售行业集中度低，新业态有空间；5) 传统零售市场存在结构性缺陷、经营效率较低；**网购满足了信息化、低成本、方式更灵活等需求。**

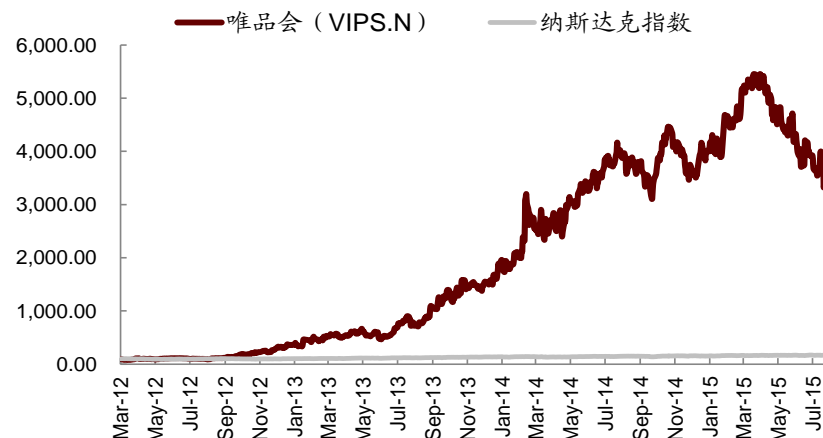
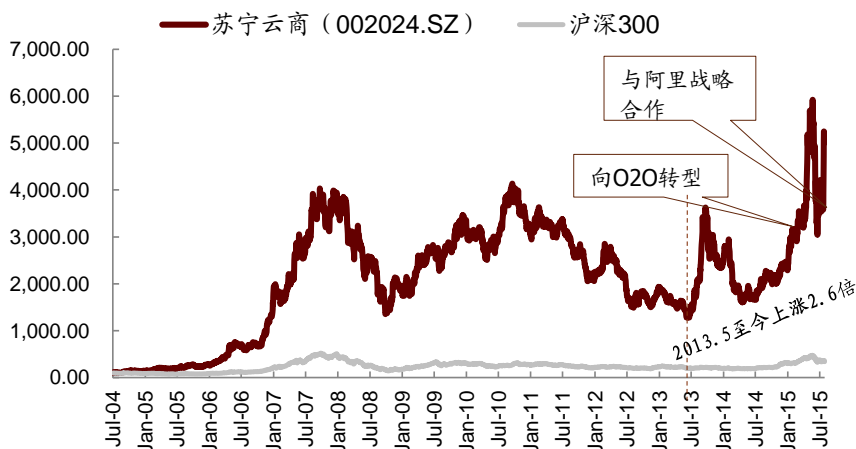
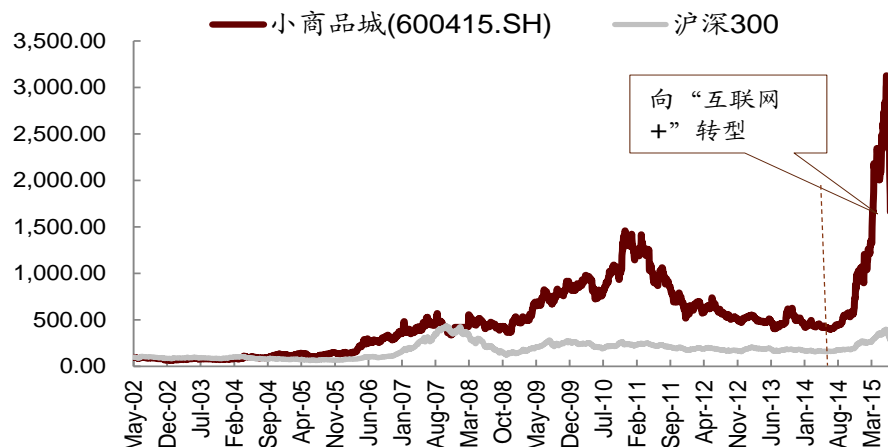
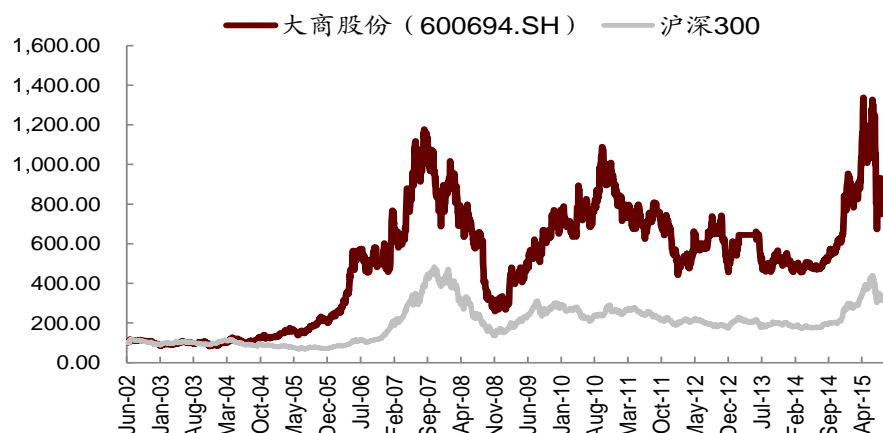


资料来源：中金公司研究部

新商业模式曾经催生的零售行业Tenbagger!

- 百货商场模式：大商股份2002.6-2007.6上涨达10.76倍；专业市场模式：小商品城2002.5-2010.9上涨达14.57倍；
- 家电连锁模式：苏宁云商2004.7-2007.10上涨40倍；电商模式：唯品会2012.3-2014.6上涨36.18倍

新商业模式催生超级大牛股的出现



数据来源：Wind，中金公司研究部

第二部分

零售行业的盈利模式及分析框架

零售行业3种主要盈利模式，我国以联营扣点模式为主

- 零售行业的盈利模式主要有**联营扣点模式**、**自营买手模式**、**租金模式**3种。目前我国百货行业主要采取联营扣点模式，而欧美则以自营买手制为主，租金模式主要应用于海宁皮城等专业市场。
- 渠道的稀缺性是联营模式、租金模式存在的一个重要前提，它们本质上是“二房东”。联营模式的好处是无存货风险，资金占用少；不足的地方在于层层代理下，商品加价率高，抑制终端消费，同时商场缺乏自主创新能力，沦为“二房东”，盈利能力也较弱。

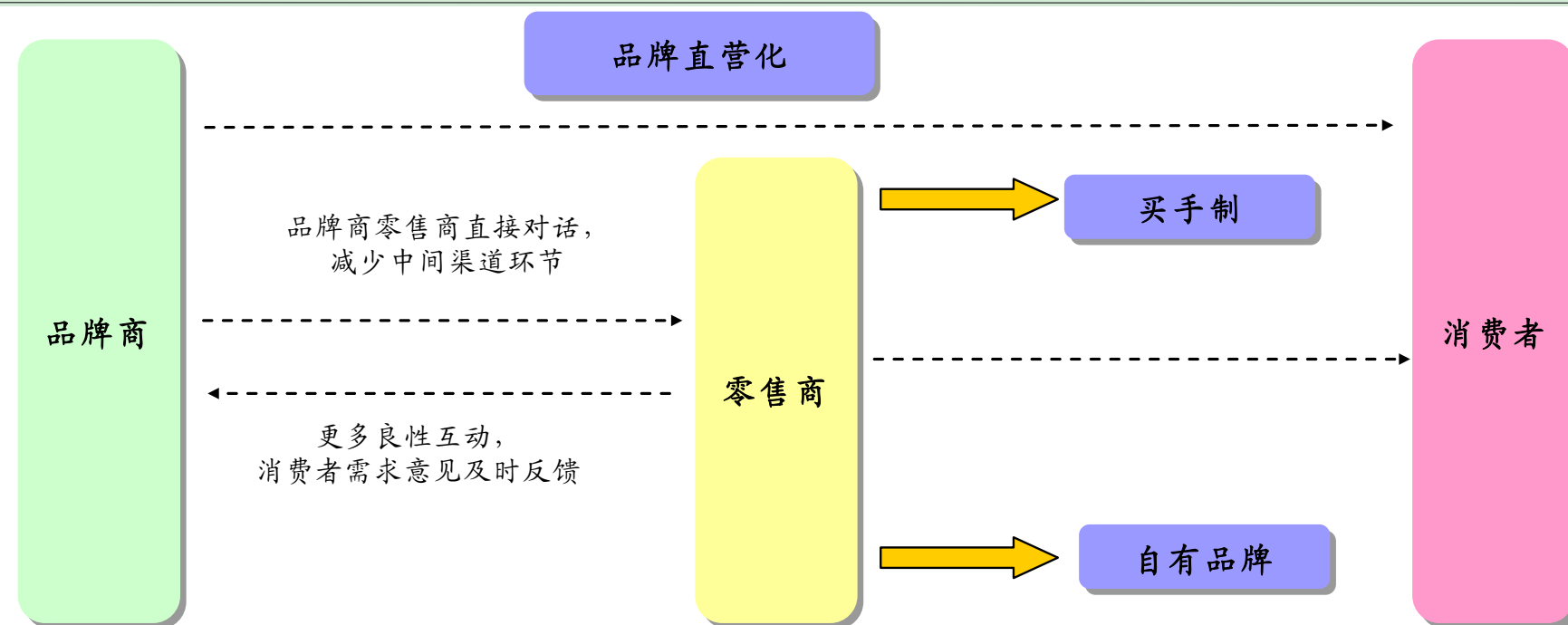
零售行业联营扣点与自营买手模式比较		
	联营扣点	自营买手制
主要区域	中国、日本、韩国	欧洲、美国
模式简介	经销商/品牌商自行进店销售，百货公司提供租位并收取一定比例的联营扣点费用	有一支专业的买手团队，通过批量采购、自主销售，赚取进销差价
上游品牌控制力	自身定位导向，品牌控制力弱	客户需求导向，对品牌控制力强
下游顾客接触情况	百货公司不再和消费者直接接触，中间渠道环节侵蚀部分利润空间；	了解消费者的消费习惯与消费偏好，选择进店商品种类，差异化经营吸引消费者
优点	库存很小，盈利很稳定	供应链短，能更好地控制成本
不足之处	商品同质化高，缺乏零售精神	存货风险
盈利能力	较低，毛利率20%左右	较高，毛利率30% - 40%

数据来源：中金公司研究部

联营模式黄金时代不在，零售商未来需向自营买手制+自有品牌转型

- 传统联营模式发展的黄金时代已不在：网购冲击，大量商业物业供给带来的分流，。
- 渠道稀缺性下降，联营模式未来将逐步向自营买手制转型。通过与品牌商（非代理商）直接对接，缩短商品流通链条，改多层分销为直营销售，同时更加注重差异化经营与服务，提升客户粘性。转型自营买手制后，零售商一方面提高了供应链效率，另一方面商品售价也因中间链条的缩短而得以降低。
- 此外，未来零售商还会在自有品牌，以及独家代理品牌上面进行尝试，但转型不会一蹴而就，将是一个长期过程。

联营模式零售商转型：自营买手制、自有品牌



数据来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

零售公司的分析框架及关注点

■ **外生性增长**：对零售商来说，通过扩张门店数目和扩展门店面积可以达到短期内快速增长；

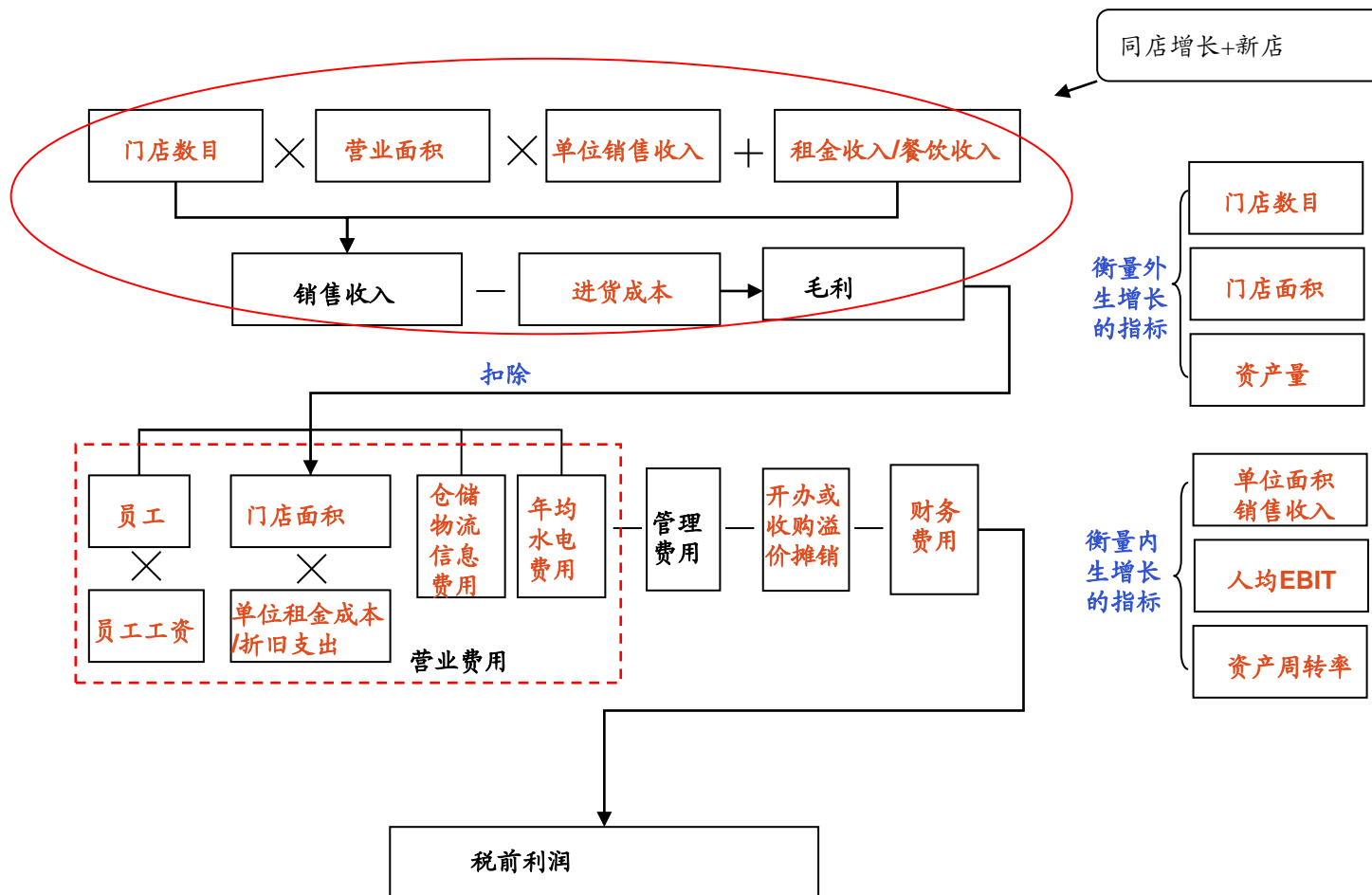
■ **内生性增长**：通过扩大规模（发挥规模效应），降低单位员工成本、租金成本、和仓储物流信息费用，可以提高单位面积利用效率、降低成本，实现内生性增长。

■ **重要关注指标**：

➢ **行业**：50强、百强增速、CPI、网购增速

➢ **企业**：平效、人效、同店增速、新开门店计划及投资额、资产负债率及财务费用、现金流

零售企业的主要财务核算流程



数据来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

第三部分

大众消费时代对零售行业盈利模式的影响

大众消费时代到来，中国消费转型呈现六大特征

- 我国消费市场正由卖方转向买方，且呈现出“品牌化、理性化、快时尚、文娱化、电子化、体验化”的六大特征。其主要拉动力包括居民收入持续增长带来的消费升级、城市化推进、消费者群体的结构性变化、“软性消费”提升和品牌消费意识的培养等等。

中国消费转型的六大特征

品牌化

品牌认知度提高，对品质追求更高

理性化

不盲目追求贵的，而是买性价比高的

快时尚

用更少的钱买更多的产品，更新频率加快

文娱化

文化、娱乐、旅游消费持续增长

电子化

网购兴起，渠道扁平化，数码产品热卖

体验化

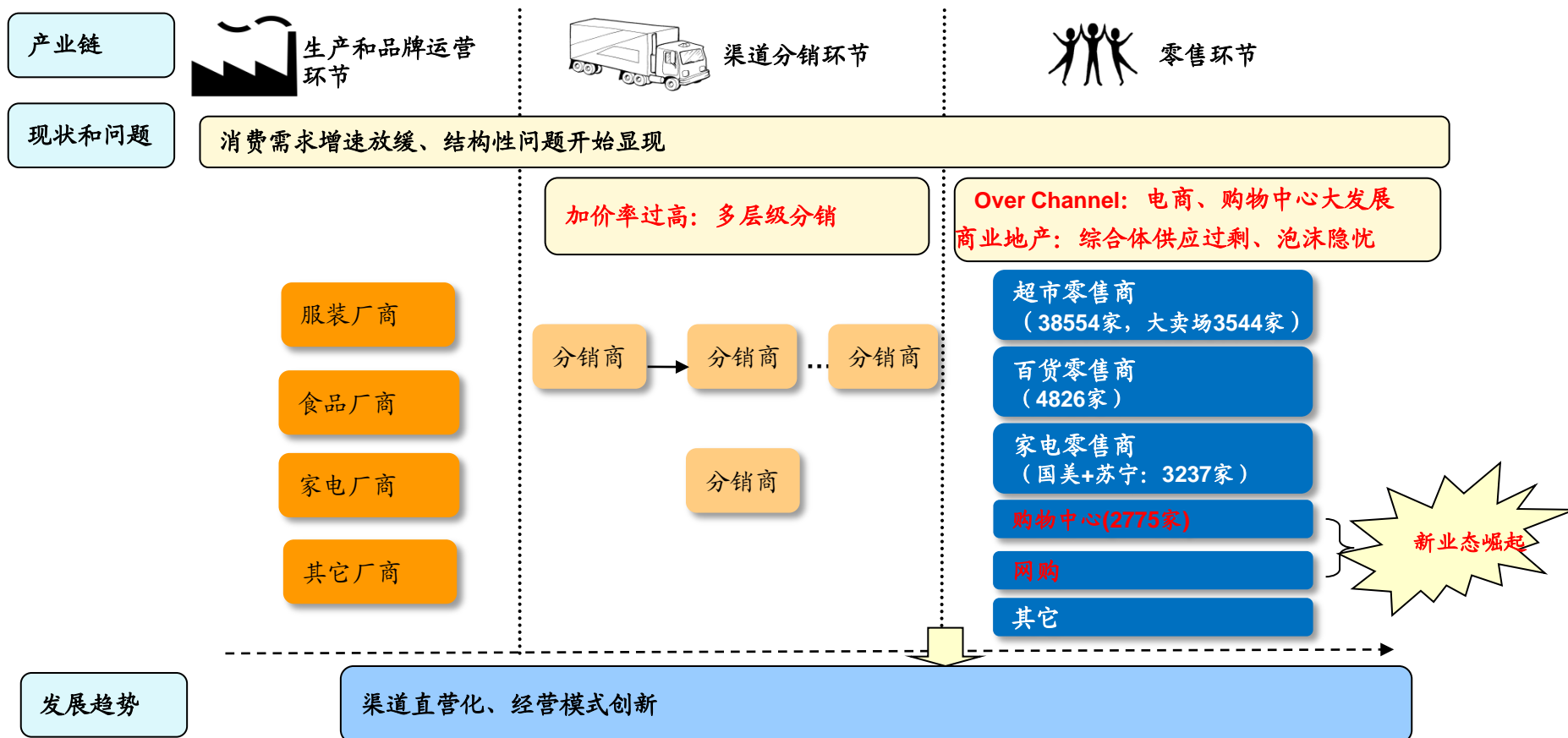
更加注重消费时的体验，特色化、精细化、O2O式等新模式逐渐流行

大众消费时代，Who moved my cheese?

■购物中心供应激增、网购兴起使得行业渠道“Over Channel”问题凸显，传统零售渠道面临分流压力；

■现有多层级高加价分销模式也加大了市场对传统零售商增长瓶颈的顾虑，商品价格昂贵、渠道效率低，终端销售一定程度上受抑制，品牌商和零售商盈利能力被消耗。。

零售行业产业链简图——谁动了零售的奶酪？



资料来源：中金公司研究部

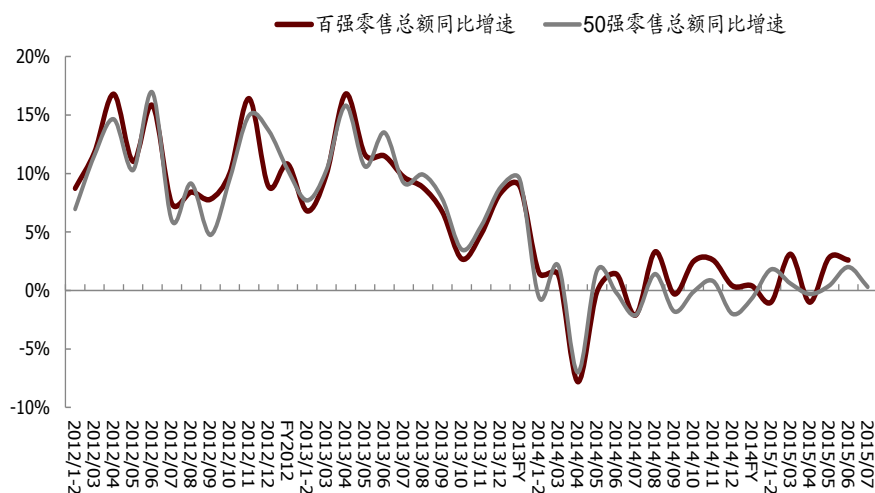
第四部分

零售行业发展趋势：重塑价值链，迈向低价高效新消费时代

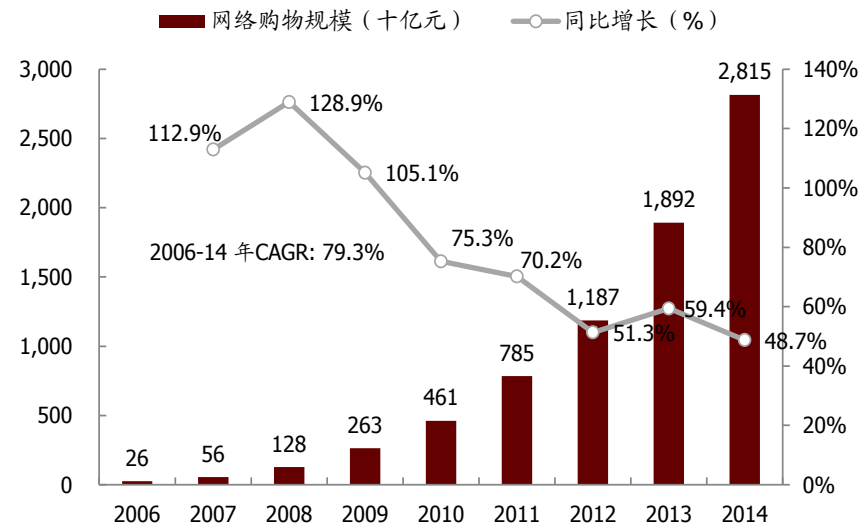
零售行业面临转型压力，目前正经历渠道革命和价格平易阶段

- “三座大山” 压制零售行业基本面，转型势在必行：宏观环境及消费疲弱、网购冲击及over channel分流、租金人工成本等刚性上涨。
- 我国现有的层层代理分销模式和过高的商品加价率已逐步走到尽头：生活成本提高使得消费者更加侧重于性价比，网购发展及其带来的价格竞争，大型零售商、制造商和品牌商的产生，特色化经营模式及创新调整是这一变革产生的推动因素，新型行业格局和店商关系有望产生。
- **中国零售行业正在经历渠道结构转型和价值平易阶段：**渠道革命和价格平易将带来行业格局重新划分，扁平化和直营化将是大势所趋；中长期来看我国消费市场已进入“消费者为王”和“品牌为王”阶段。

零售50强与百强销售增速



网购市场规模

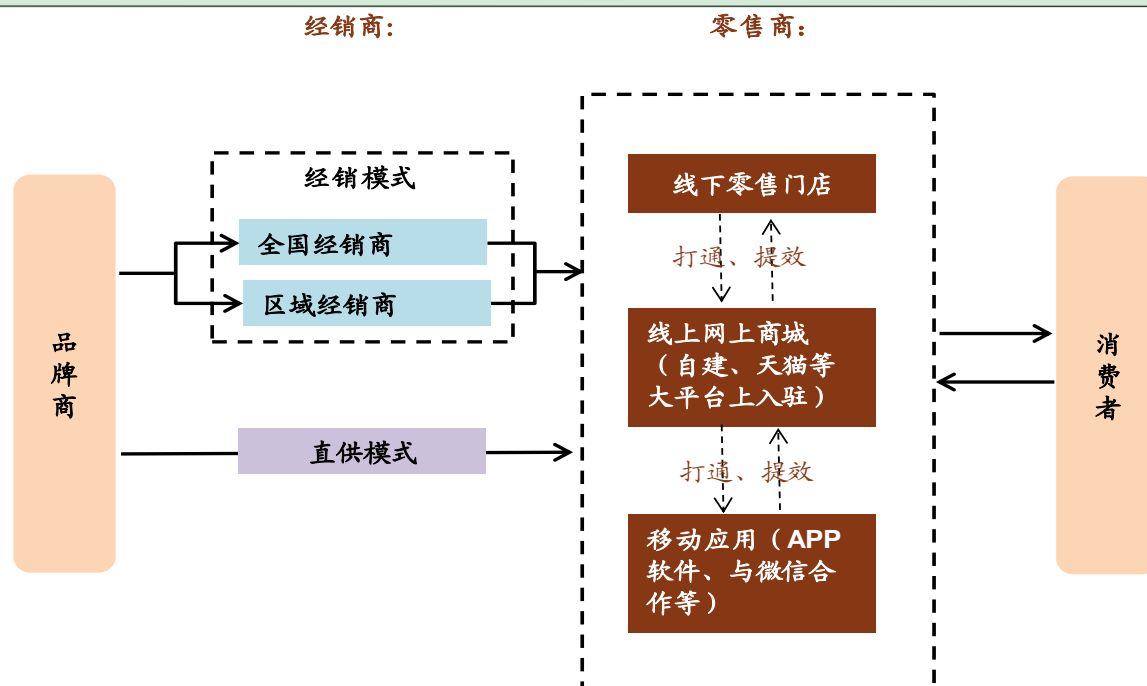


数据来源：实地调研，公司网站，中金公司研究部

趋势一：全渠道布局，线上线下O2O打通提效是必然（I）

- 触网是大势所趋，零售商布局实体门店、网购商城、移动应用全渠道成为必然。零售商向低价、高效、提升客户体验进发，关键看谁能重塑价值链，打通三大核心渠道，提升渠道效率。“传统电商”也不过是收租的，且目前线上的流量成本已日益提高，未来线下经过转型调整仍有存在价值与空间，但趋势将分化，弱势公司将会被边缘化。
- 未来零售商定位上将强化商品筛选和本地化营销功能，通过提供更丰富选择、差异化服务、多线互动更好地增强消费粘性，O2O已成未来重要方向。
- O2O（Online To Offline）能够把线上的消费者带到线下的实体店，实现线上线下的互动，让互联网成为线下交易的前台，其把网上和网下的优势完美结合，通过线上网站，将互联网与地面店进行对接，实现互联网落地。订单在线上产生，每笔交易可追踪，推广效果透明度高。

零售商打通实体门店、网购商城、移动应用成为必然



趋势一：全渠道布局，线上线下O2O打通提效是必然（II）

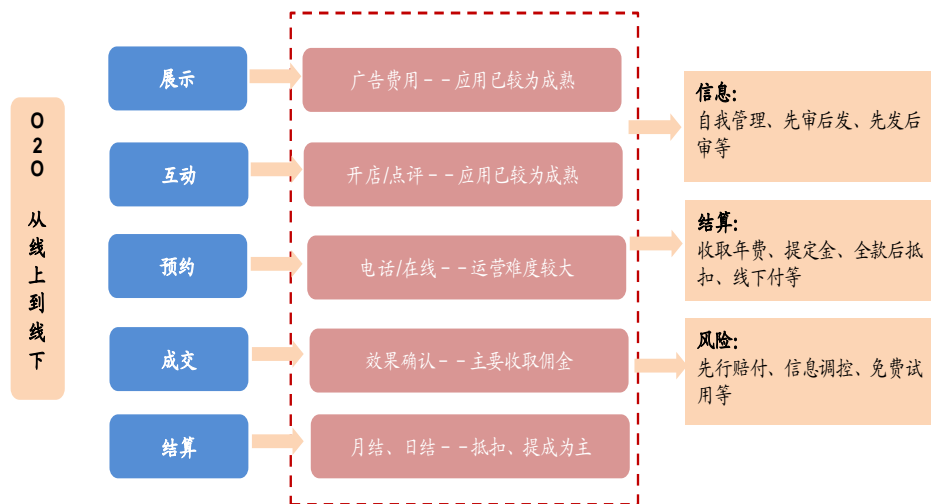
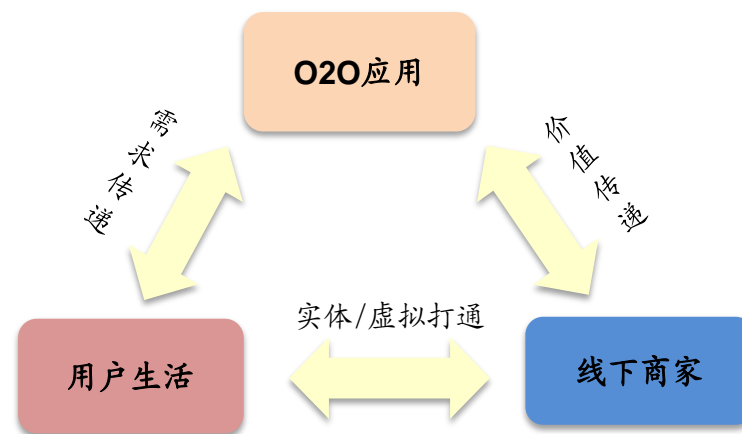
■ 线上线下零售商纷纷破冰试水O2O:

- **线上企业**：阿里+苏宁，阿里+银泰，京东+永辉等；线上电商同样面临增长压力，线下终端正成为互联网电商巨头们打造线上线下O2O融合模式中不可获缺一环。线上线下相融合是行业发展的必然趋势。
- **线下企业**，如王府井、天虹商场、银泰百货等，通过上线网购平台，推出APP软件，与微信合作等方式来应对电商冲击，探索新型零售模式；家电零售企业受电商冲击最大，但转型也最坚决，双线同价，全网比价等渐成趋势。

■ O2O对零售商转型的意义:

- 发挥自身在体验、服务上的差异化优势；
- 便于零售企业精准营销，助力线上线下价格体系再造，刺激消费；
- 全渠道互动能提升消费者购物体验，为线下门店吸引更多客流，提升单店业绩；
- 随着O2O模式深入，商品价格体系将更加透明，零售商运营效率提升，且更多差异化商品、体验式服务也利于增加客户粘性。

O2O商业模式简析

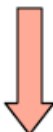


数据来源：中金公司研究部

趋势二：高加价率、低周转率的分销模式将被打破

- **商品加价率过高，消费者为分销渠道的低效率买单。**目前国内多层级分销模式使得商品终端价格高企和经营效率低下（尤其是部分服装及相关产品终端零售价/生产成本达到4至9倍），而全面直营的百丽只有3.2倍，海外二线品牌加价率也只有6-7倍。国内较低的直营比例、过长的中间渠道环节直接引发了高加价率，削弱了产品的竞争力。
- **中间渠道被压缩或取消后，品牌商和零售商盈利能力均将获得提升，传统分销的经营模式将被打破，直营模式+自有品牌加价率低，线上线下均有竞争力。**
- **案例：**大商股份、银泰等零售企业已开始推进自销直营模式渠道改革，即直接和生产制造商采购，减少中间环节和渠道利润消耗，虽短期进展有阻力但代表了今后行业发展方向，中长期为向买手制和自营品牌转变提供可能。

品牌服装的价值链分布，中间渠道环节占比过高

		生产商		品牌商		分销商		零售商
现状 	该环节售价	100		200		320		400
	毛利率	15%	→	50%	→	38%	→	20%
	净利率	2%		20%		10%		5%
	该环节售价	100		240				340
	毛利率	15%	→	58%	→			29%
	净利率	2%		25%				8%
直营化后								

数据来源：公司网站，中金公司研究部

趋势三：特色化经营模式势在必行，“品类杀手”涌现

■ 中国市场巨大，经营创新和调整均具备发展机遇和空间，具有独特经营模式或专注于某一商品领域的零售企业实现快速成长，“品类杀手”纷纷涌现：

- 永辉超市（农超对接“生鲜杀手”）：永辉的农改超模式，生鲜定位在增强消费者粘性同时也缩短了培育期；
- 海宁皮城（皮衣价格杀手）：通过在销地市场建立质优价廉的皮衣专业市场，来变革传统的皮衣销售渠道，让利于消费者；
- 奥特莱斯业态（经典高档品牌杀手）：满足消费者用较低价格购买名牌商品的心理，解决尾货。
- 唯品会（特卖模式）：快速发展的2个原因，一是传统品牌大量的库存，二是限时特卖模式。

永辉超市的生鲜模式vs农贸市场、普通超市

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	普通超市
更便宜的价格	凭借直采和规模优势降低采购成本，部分商品甚至低于农贸市场的价格	受成本影响，生鲜产品的价格较农贸市场高出许多
更低的选址要求和租金成本	可在原农贸市场附近改造或新建，成本较低	相比生鲜超市，对区位有更高要求
更好的客流量	以生鲜聚集更大客流，促进其他产品的销售	生鲜产品种类不齐全，人气聚集不如生鲜超市

数据来源：实地调研，公司网站，中金公司研究部

第五部分

对当前零售行业的看法及投资建议

零售行业投资框架

行业背景

消费增速处在低位
需求疲软、线下分流

成本压力上升、竞争激烈
成本上涨，转型线上投入大

跨界转型仍需时间
新业务短期业绩贡献不明显

上市公司现状

零售行业景气度低

上市公司业绩压力大

零售企业纷纷通过内部挖潜、转型变革、创新商业模式等来应对。线上电商同样面临增长压力，未来线上线下整合发展渐成趋势

投资主线

互联网+

互联网+零售重塑产业链；
“苏宁+阿里”及“京东+永辉”两大重战略合作催化线下零售渠道，线下渠道作为“新O2O模式下的优势”有望重估

国企改革

国企改革顶层设计方案将出；
两大方向：集团资产优化、混合所有制改革；
零售行业完全竞争，国有零售有望显著受益国企改革主题

跨界转型

向新兴领域转型，寻找利润新增长点已成为提升盈利水平的一个重要途径；
转型方向：文娱、金融、医疗等新兴领域；
转型模式：以“零售+X”多主业经营为主

推荐个股

苏宁云商

永辉超市

王府井

大商股份

中百集团

快乐购

海宁皮城

步步高

百联股份

王府井

鄂武商A

合肥百货

益民集团

豫园商城

新世界

海印股份

南京新百

百大集团

主线一：“互联网+零售”：重塑产业链，四大模式激发零售行业活力

■ “互联网+”战略将对零售行业供应链、物流、支付及服务等重塑。

“互联网+零售”四大模式：

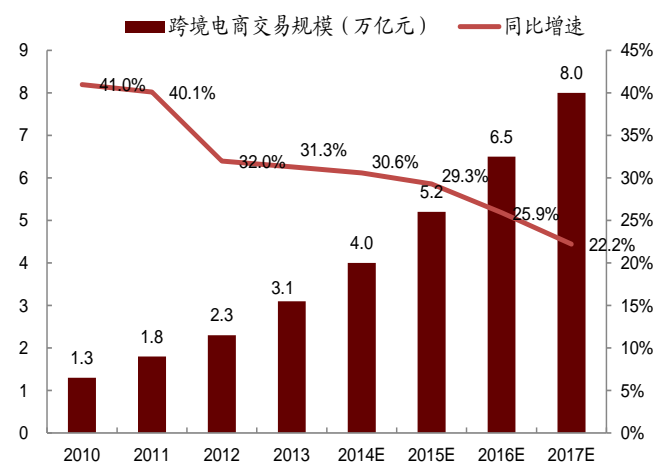
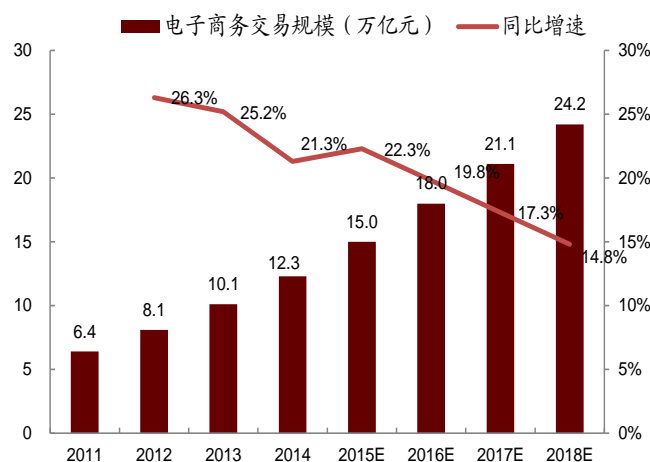
①构建完整的互联网生态圈（苏宁云商、海印股份、步步高）；

②以O2O模式为核心，搭建全渠道服务体系（永辉超市、重庆百货、王府井等）；

③转型供应链服务商（海宁皮城、小商品城、深圳华强、农产品等）；

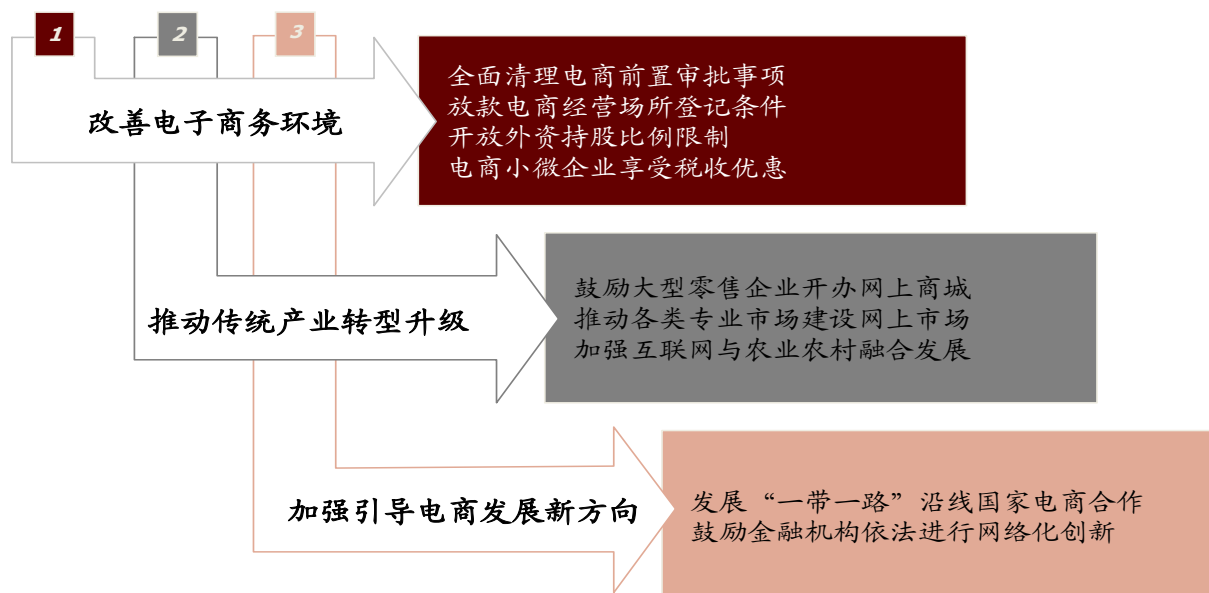
④“互联网+媒体零售”（快乐购）。

电子商务及跨境电商发展



数据来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

电子商务获国家顶层力挺：“国八条”三大主线



数据来源：政府网站，中金公司研究部

主线一：“互联网+零售”：线下零售商渠道价值迎来价值重估

- 线上线下融合将成为零售行业发展的必然趋势：受近期苏宁+阿里以及京东+永辉的重大战略合作影响，**线下零售商的渠道已由“传统模式下的拖累”逆袭成为“新O2O模式下的优势”**，其价值理应受到重估；
- 线下实体零售商耕耘多年，拥有供应链、产品、门店、品牌、物流及售后等多方面优势，正成为互联网电商巨头们打造线上线下O2O融合模式中不可获缺一环，其价值正在日益凸显；
- **看好拥有门店、场景、服务等优势的零售龙头。**阿里系VS京东系，传统零售商在O2O新纪元下的春天已到来，后面更多是零售商的各自站队问题，关键是你是选A，还是选T(以J为整合平台)。我们看好苏宁云商、永辉超市、王府井、大商股份、中百集团及步步高。

京东入股永辉，双方达成战略合作

阿里巴巴与苏宁交叉持股，全方位合作



数据来源：互联网，中金公司研究部

案例一：苏宁云商--联姻阿里巴巴，开启“互联网+零售”新纪元

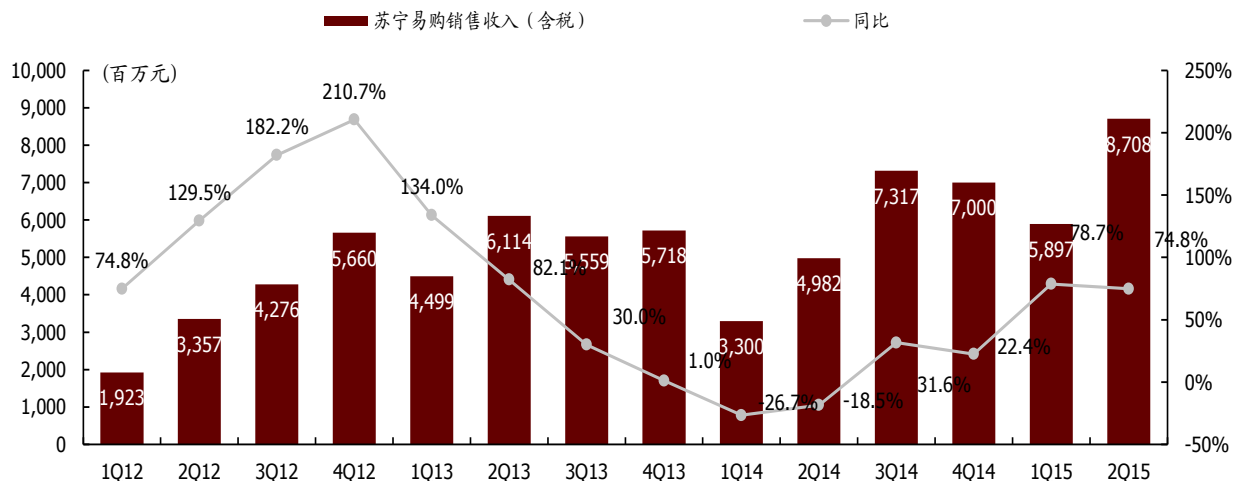
最近跟踪情况：

- 与阿里巴巴交叉持股，展开全面战略合作：
阿里出资293亿元认购苏宁定增，成为苏宁第二大股东（持股19.99%）；苏宁140亿元认购阿里新发行股份（持股1.09%）；
- 中期快报：净利润3.45亿元（主因门店物业资产证券化获税后净利10.22亿元，经营利润仍亏损）；线上GMV同比增105%，互联网零售商转型取得阶段性胜利。

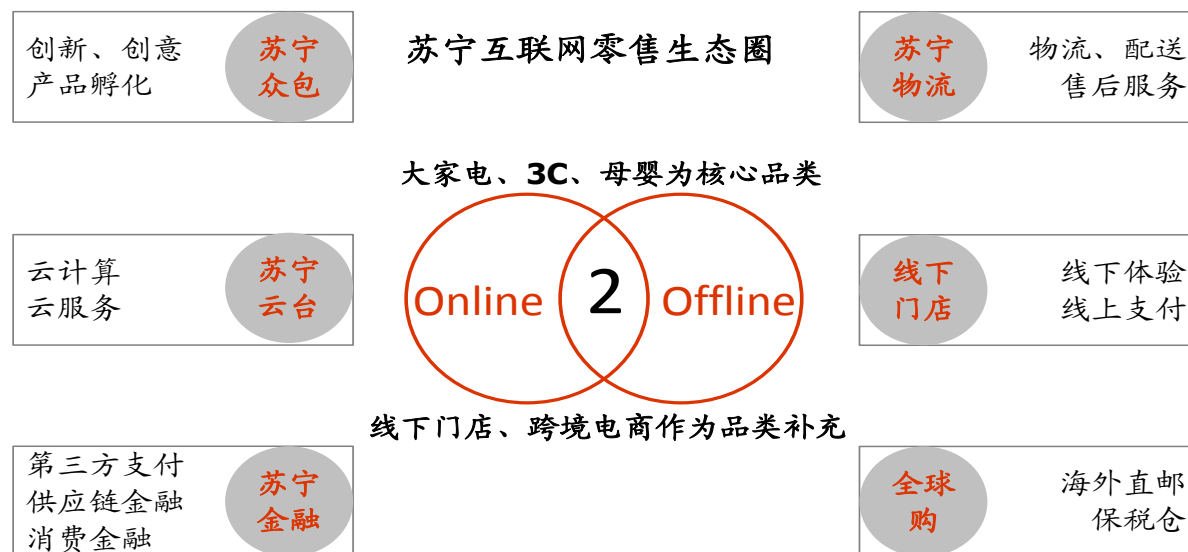
投资逻辑：

- 苏宁O2O模式最有望成功。公司已形成云店、PC、移动、家庭（TV端）的全渠道布局，并持续推进以云店为核心的O2O模式。此外，公司还不断提升商品品类和物流服务，提高客户复购率与消费体验。
- 公司互联网零售生态圈（零售/物流/金融/IT）已初具规模，与阿里的全方位战略合作将助力公司中长期更强劲成长。

苏宁易购销售情况



苏宁互联网零售生态圈示意图



数据来源：公司数据，中金公司研究部

案例二：永辉超市--合纵连横京东打造超市O2O模式，稳健成长白马股

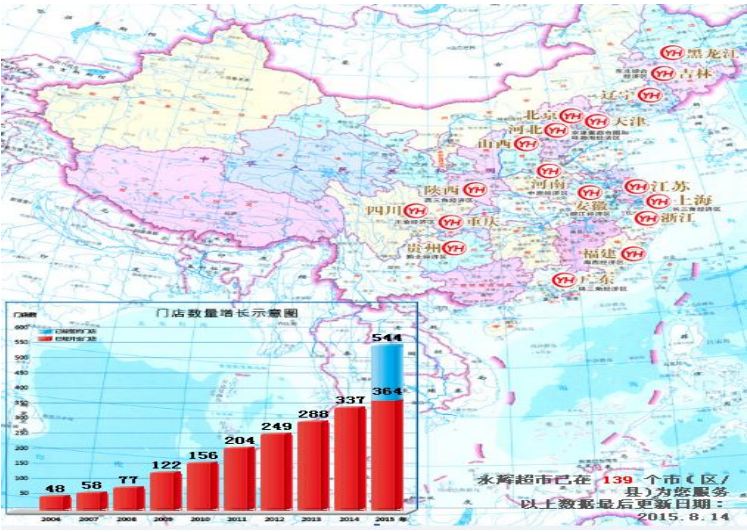
最近跟踪情况：

- 强强联合京东打造超市O2O模式：定增64.6亿夯实主业，京东认购43亿元，完成后持股10%；
- 上半年营业收入208.35亿元，同比增长17.7%；净利润5.27亿元，同比增长16.3%。

投资逻辑：

- 稳健成长白马股，行业内业绩持续稳健增长稀缺标的；
- 我们看好永辉生鲜竞争优势、区域复制渗透力，公司的合纵连横战略与产业链延伸能提升中长期成长前景。

永辉门店分布（已开业364家）



永辉微商



永辉非公开发行概览——引入战略投资者京东

非公开发行概况			
发行价格	9元/股		
发行对象	京东邦能，江苏圆周，牛奶有限公司、张轩松		
发行数量	7.18亿股		
募资总额	不超过64.59亿元		
资金用途	投资连锁超市门店（55亿元）、物流配送中心建设（5亿元）和生鲜冷链物流系统发展项目（4.59亿元）		
发行对象及其认购数量、金额与方式			
发行对象	认购数量（万股）	认购金额（亿元）	认购比例
京东邦能	23,926.16	21.53	33.34%
江苏圆周	23,926.16	21.53	33.34%
牛奶有限公司	14,346.72	12.91	19.99%
张轩松	9,570.46	8.61	13.33%
合计	71,769.49	64.59	100.00%

数据来源：公司数据，中金公司研究部

主线二：政策东风不断，国企改革持续发酵

■ 国企经营效率相对低下：

- 1) 盈利能力明显不如民企；
- 2) 应对外部冲击能力较差。

■ 国企改革顶层设计方案呼之欲出：目前国务院已正式通过，有望在近期推出。

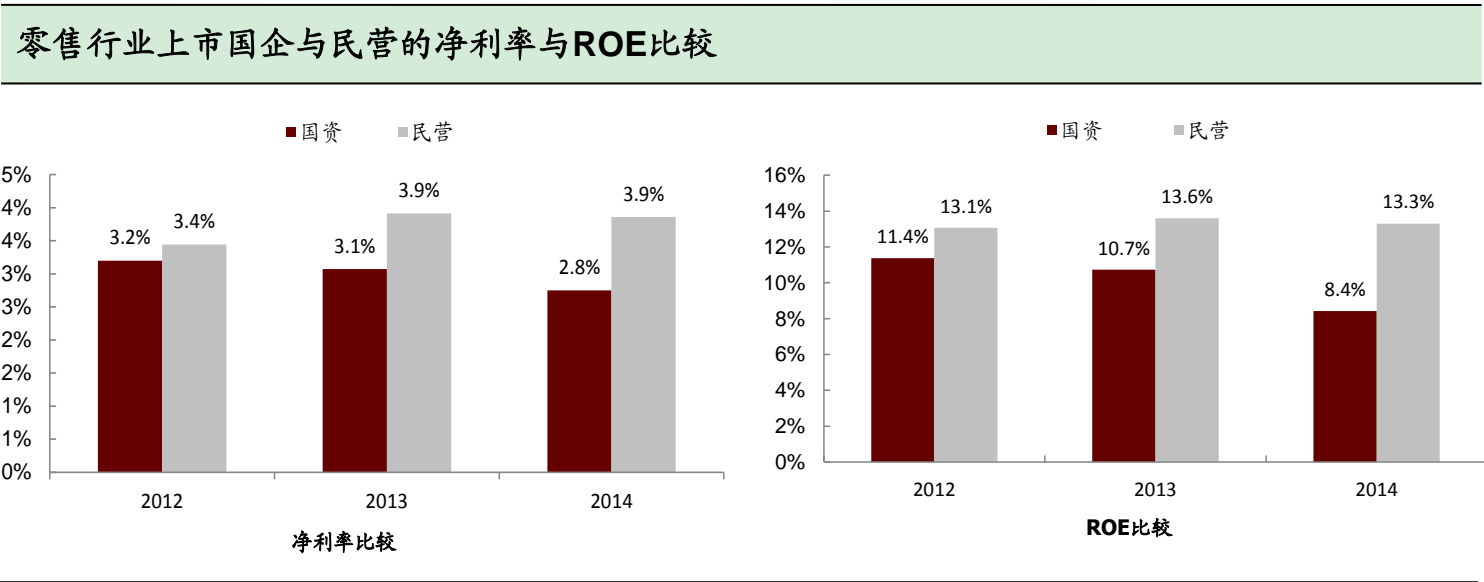
■ 改革方向：优化整合资产+发展混合所有制。

广州友谊：收购广州政府旗下越秀金控；

百联股份：与控股集团进行资产置换，并引入知名战投；

鄂武商A：推出“限制性股票+员工持股计划”的激励组合。

结论：零售行业作为完全竞争性领域，国有零售公司有望显著受益国企改革主题发酵。



地方国企改革进展及零售行业相关受益标的		
地区	改革进展	零售行业受益标的
北京	年内将出炉市属国资国企改革实施规划和配套政策，落地后将对全国各地产生强烈的示范效应	王府井、翠微股份、首商股份
上海	国企改革重心是混合所有制改革和产业结构调整，混改包括增资引战投、促进集团整体上市。6月底有望推出混改操作细则和科创中心推进措施	百联股份、豫园商城、徐家汇、益民集团
广东	2015年底资产证券化目标突破60%，计划到2020年混合所有制企业户数比重超过80%，二级及以下竞争性国有企业基本成为混合所有制企业；广州未来几年组件3-5家国有资本投资公司；江津区计划将区属68户国有企业整合为32户，促进国有资本向重点行业、关键领域和优势企业集中	广州友谊、广百股份、农产品、深赛格
重庆		重庆百货

数据来源：政府网站，中金公司研究部

案例：王府井--国企改革受益标的，关注公司战略转型进度

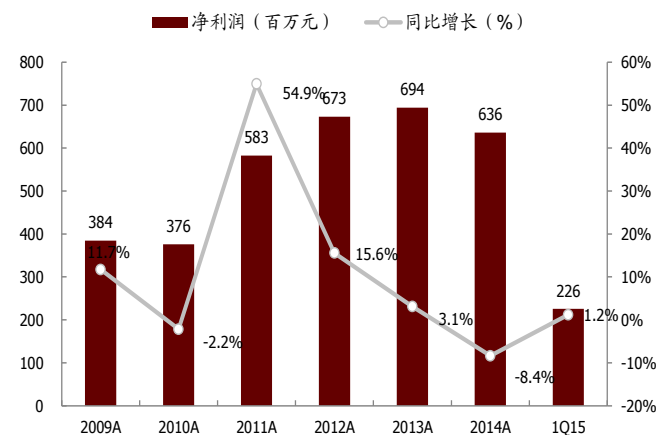
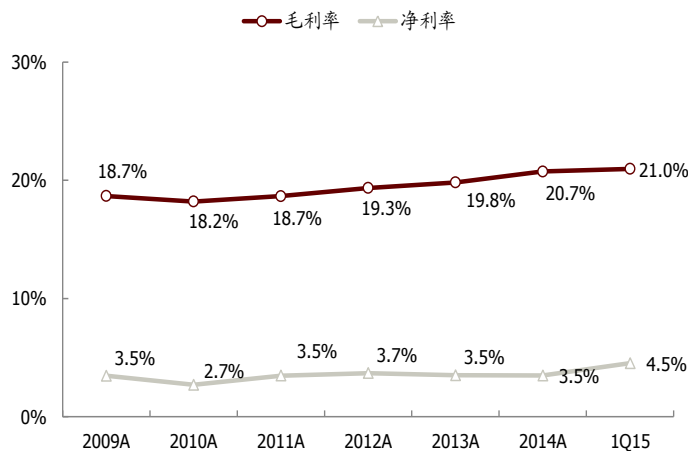
最近跟踪情况：

- 与京东合作，全面接入京东金融旗下的白条和京东支付产品，目前O2O转型最彻底，已经与微信支付、微信购物合作；
- 与上海百联集团、利丰贸易拟合资4800万元设立公司，实现优势互补，王府井、百联各持股40%。

投资逻辑：

- 国企改革与京津冀一体化受益标的，与春天百货资产整合时间点临近；
- 战略转型正在稳步推进中，包括全渠道建设、布局互联网金融、与恒大战略合作等等。

王府井盈利水平与净利增速稳中有升



王府井与京东、微信联手



数据来源：公司数据，中金公司研究部

主线三：转型新兴领域，寻找利润增长点

- 转型背景：消费行业低迷，需转型新兴领域寻求突破。
- 转型模式：以“零售+X”多主业经营模式为主，如海印股份、南京新百等。X多为文娱、金融、医疗等新兴领域。

跨界转型后，零售业务仍是大部分转型公司发展重点，一方面因为零售业务提供稳定现金流，另一方面因为零售业务与新业务间具有互补作用。

零售行业部分上市公司转型情况

公司名称	公司性质	转型情况
海印股份	民营企业	金融方面，设立中邮消费金融公司、投资上海沁朴投资基金、控股广东商联支付及发起设立民营银行“花城银行”、收购海印小贷30%股权；文娱方面，控股红太阳演艺，以此来整合全国线上线下城市演艺资源
南京新百	民营企业	百货方面，收购英国老牌零售商HOF；医疗养老方面，已入股Natal中国 and 安康通；公司还公告拟收购中国脐带血库企业集团，进入生命科学领域
轻纺城	地方国企	涉足金融、物流、电商等业务，打造现代专业市场一体化服务
广州友谊	地方国企	收购越秀金控100%股权，向大金融领域延伸，打造“百货+金融”双主业

数据来源：公司数据，中金公司研究部

案例：海印股份--“商业+文娱+金融”生态圈日渐形成，前景广阔

最近跟踪情况：

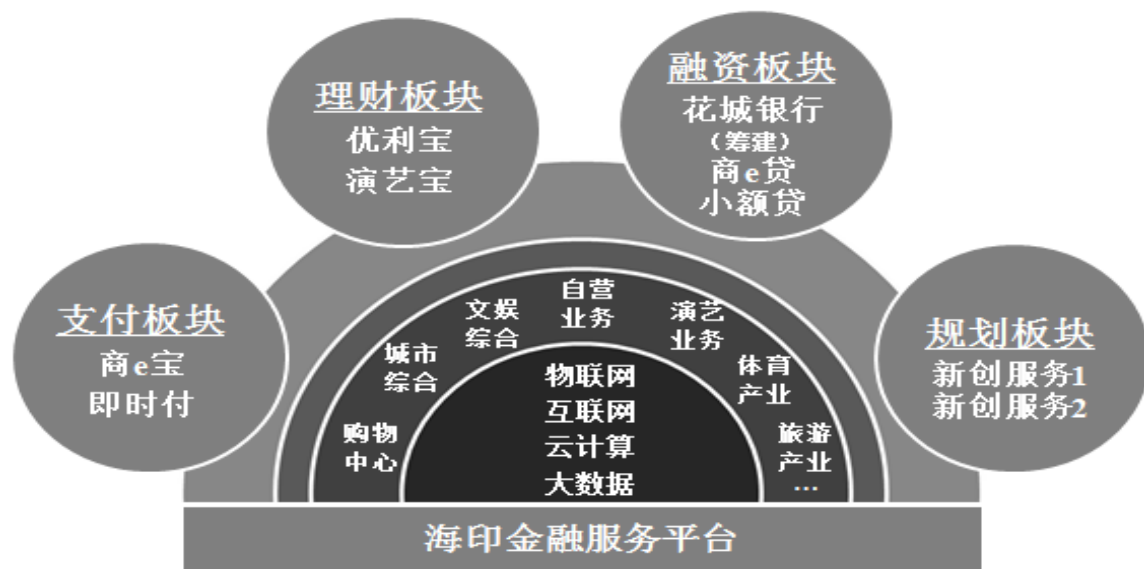
- 成立海印金服，整合各类金融资源，打造服务公司商业、文娱板块的金融平台；
- 3亿元认购实益达3488万股，成为实际控制人之外的第二大股东，实益达募资收购的3家公司在数字营销领域优势突出；
- 拟发行不超过11.9亿元可转债，用于上海周浦镇项目建设，临近上海迪士尼；

投资逻辑：

- 公司“互联网+商业+文娱+金融”的海印生态圈日渐成型，未来发展前景广阔。
- 充裕的资金与丰富的外部资源支持，使得公司后续的外延整合落地与商业模式创新值得期待。



海印金融服务平台发展规划



“互联网+商业+文娱+金融”的海印生态圈

临近上海迪士尼的新商业项目



数据来源：政府网站，中金公司研究部

从制造到“智造”，寻找新模式下的隐形冠军

——中金轻工



樊俊豪

中金公司研究部

SAC: S0080513080004

郭海燕

中金公司研究部

SAC : S0080511080006

2015年8月

轻工投资框架：包装、家具看成长；文娱、印刷重转型

