

社区折扣连锁行业深度报告

分享高速成长的折扣连锁行业盛宴

● 折扣零售在中国：蓬勃爆发中的蓝海业态

在理性消费浪潮兴起、品牌资本化+弱势品牌对渠道控制减弱、电商爆发为核心的多渠道冲击驱动下，折扣零售市场成为全球零售市场蓬勃增长的新业态。2013 年中国折扣零售市场规模为 392 亿美元，占社零（剔除汽车，下同）1.4%，08-13 年 CAGR 达 70%。在中国零售渠道受经济水平和消费习惯分割严重、集中度低、供应链混乱的大背景下，中国折扣连锁市场空间会远大于美国。广发零售测算 14-18 年中国折扣零售市场 CAGR 约 45.5%（同期剔除汽车社零增速为 7.2%），远超行业增速。中国折扣百货市场还处于较为松散的初步竞争期，领先者只有线上的唯品会（有竞争者）和线下的上品折扣（暂时无竞争者）两家，13 年 CR2 只有 5%，市场空间巨大。

● 区隔于中心和远郊的社区商业为行业提供新机遇

美国二战后逆城市化过程中大量出现的卫星城镇为社区商业提供了巨大的发展空间，直接带动以社区连锁零售为核心的美国零售业第二次革命。美国折扣连锁龙头至今依然牢牢锁定社区，展店密度远高于传统百货。中国中央集权社会形态下人口持续向一线城市集中将在核心城市外催生大量卫星城镇，将为具备强大商品经营和全渠道融合能力的社区折扣连锁提供大量布点机遇。

● 从行业标杆上品折扣展望中国折扣连锁百货市场

上品折扣是中国第一家定位社区的折扣连锁百货（目前唯一一家折扣连锁百货），也是第一家完成单品管理、实现线上线下一体化的百货，在折扣零售、单品管理、全渠道转型上开创了中国百货业的先河。公司在 2013 年在自身经营能力增强和折扣零售快速发展背景下开始快速扩张。强大的商品经营和全供应链控制能力、针对社区中产阶级的精准定位、全渠道融合上全面领先三大壁垒让上品折扣享受折扣零售、社区商业、全渠道三大红利，有望成为中国未来折扣连锁百货龙头之一，同时为线下实体零售定位、商品经营、全渠道转型提供了优秀的追赶标杆。

● 行业展望与投资建议：拥抱全渠道社区折扣新蓝海

像上品折扣一样拥有极强的商品经营和全供应链控制能力、定位社区、全渠道领先的新一代折扣连锁百货对纯线上折扣平台优势明显，将成为折扣零售行业的核心参与者。未来中国折扣连锁龙头会从具备较强竞争力的折扣连锁百货借助专业资本力量进行并购扩张，或由线上巨头下沉而诞生。传统百货无论向购物中心/奥特莱斯模式进行商业物业管理转型，还是深耕商品经营来重新聚客、增强核心竞争壁垒转型都会是一条需要时间而且是充满荆棘的路，只有股东和管理层有极强的远见和变革决心、运营效率极高的百货龙头才有机会完成突围。建议投资者重点关注 A 股商品经营改革领航者：王府井、中央商场和天虹商场，预计改革领先的百货龙头会在未来 3 年内涅槃重生。

● 风险提示

终端零售增长大幅放缓，百货龙头商品经营转型不达预期。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2014-07-30

相对市场表现



分析师： 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

相关研究：

2014 年中期零售行业投资策略 2014-06-26

略：投资新一代零售业态

拥抱移动互联网，拥抱零售新业态 2014-05-09

便利店行业深度报告之二：从统一超商挖掘中国便利店未来王者 2014-04-24

便利店行业深度报告之一：便利店将成为移动互联网时代核心线下入口 2014-03-11

王府井（600859.SH）：净利润小幅增长，全渠道战略稳步推进 2014-03-24

中央商场（600280.SH）：业绩符合预期，2014 年重点看转型 2014-03-28

联系人： 智健 020-87555888-8423

zhijian@gf.com.cn

目录索引

前言：寻找存量博弈市场下增量零售业态	6
一、折扣零售在中国：蓬勃爆发中的蓝海业态	6
（一）美国折扣零售市场是未来 10 年增长最快的渠道之一	6
（二）收入增速放缓、品牌认知扁平化带来理性消费催生折扣零售业态	10
（三）品牌资本化、弱势品牌对渠道控制减弱大幅拓宽折扣零售的供给	12
（四）以电商爆发为核心的多渠道冲击加速中国折扣零售业态发展	15
二、社区商业为折扣零售业态发展提供新机遇	18
（一）城镇化中后期卫星城的爆发让社区商业成为主流	18
（二）卫星城孕育的社区商业典范：由美国 IRVINE 到东亚香港	20
（三）东亚模式社区商业将成为中国城镇化零售终端扩展主流	22
三、从行业标杆上品折扣展望中国折扣连锁百货市场	25
（一）商品经营和全供应链控制能力让折扣连锁牢牢控制商品价值链	26
（二）社区定位让折扣连锁分享本地生活商圈的巨大消费潜力	34
（三）全渠道领先推动上品折扣步入移动互联时代，持续高同店增长	36
四、行业展望与投资建议：拥抱全渠道社区折扣新蓝海	39
（一）社区折扣连锁壁垒明显，全渠道折扣线下是主战场	39
（二）折扣连锁龙头展望：专业兼并收购+线上巨头下沉加速龙头扩张	40
（三）百货存量博弈中寻找蓝海：定位+商品经营能力+机制革新为核心	40
（四）围绕商品经营改革的百货龙头将逐步涅槃重生	42
风险提示	43

图表索引

图 1: 美国折扣百货业态 80 年代初兴起后高速发展	6
图 2: 美国奥特莱斯数量顶峰已过, 但面积持续增长	6
图 3: 美国折扣百货收入增速明显超越传统百货	8
图 4: 折扣百货同店放缓, 但仍明显优于传统百货	8
图 5: 美国折扣百货门店增速快于传统百货	8
图 6: 美国奥特莱斯空置率明显低于购物中心整体	8
图 7: 1960-1980 年代美国在人均 GDP 进入 3000 美元后成功品牌数快速增长	10
图 8: 占美国收入 60% 的中间群体 80 年代收入增速纵向下滑幅度最大, 与最高 20% 收入阶层反差明显	11
图 9: 美国 70 年代后收入快速分化: 中产阶级快速减少, 富裕阶层快速扩大, 贫困阶层占比缓慢下降	11
图 10: 人们减少开支主要通过转换到折扣店来实现	11
图 11: 中国消费者对知名品牌有着更强烈的追求	11
图 12: 我国城镇居民收入增速将趋势性下降	12
图 13: 2020 年我国中高收入群体将超过 8000 万人	12
图 14: 美国 34 个一线中端品牌自营折扣店占自营终端比例达 24%, 折扣零售已成为品牌线的核心价格带之一	14
图 15: 品牌自营折扣渠道的发展将折扣零售业态带入全周期销售模式, 加速其向主流零售业态的发展步伐	14
图 16: 美国主流服装品牌存货周转天稳定在约 95 天, 但近年也在上升; 中国服装品牌则在快速上升, 反映了愈发严酷的竞争环境, 客观上为折扣零售提供大量供给	15
图 17: 跟美国折扣零售等专业连锁业态对传统百货的有序替代不同, 电商严重冲击中国传统渠道后导致终端无序	15
图 18: 电商冲击导致价加率虚高的商品从品牌/渠道/终端都可以直接接触消费者, 瓦解传统冗长、分割的加价渠道, 为折扣零售提供额外的供给与需求	16
图 19: 三四线城市数量多, 无线淘宝用户增速快	16
图 20: 中国三四线城市居民对网购依赖较大	16
图 21: 中国网购、移动购物 14-17CAGR 达 25%、59%	16
图 22: 中国网购/移动购物渗透率将快速超越美国	16
图 23: 中国传统零售集中度低但网络普及率高	17
图 24: 中国大量零售子行业集中度较低	17
图 25: 卫星城大量出现促使英美城镇化重新加速	18
图 26: 卫星城化社区隔于中心商业区和远郊商业的社区零售开始蓬勃发展	18
图 27: 美国社区商业中心 (Strip Center) 典型外景	19
图 28: 带有 TJX、沃尔玛的社区商业中心规划	19
图 29: 社区百货 Stage Stores 向小型化社区迁移明显	20
图 30: 科尔斯百货社区店模式占主导	20
图 31: 中高收入卫星城社区 Irvine 连锁折扣百货(13 家)发展明显强于传统百货(5	

家)	21
图 32: 回龙观离北京市中心 20 公里	22
图 33: 回龙观现代社区购物中心有待升级	22
图 34: 成都卫星城将采用地面绿地+多层交通/购物形式	23
图 35: 超高密度卫星城将可以保留大量外围绿地	23
图 36: 北京城区典型居民密集社区与主力商圈错开, 社区零售大有可为 (大部分居民区/卫星城不在地图范围内; 带上品折扣标志的为上品折扣在市区门店)	23
图 37: 上品折扣 LOGO 和典型门店外观	26
图 38: 上品折扣典型店内景观: 装修简洁、货品密集	26
图 39: 预计上品折扣将从 13 年开始加速开店	26
图 40: 公司收入预计随加速开店而快速增长	26
图 41: 上品折扣同店增速优于百货, 与美国趋势一致	28
图 42: 上品折扣平效优于百货, 与美国趋势一致	28
图 43: 上品折扣完成了从传统联营到深度联营关键一步, 正逐步向自营过度	28
图 44: 上品折扣从商品经营、全供应链控制、到全渠道融合都以具备强大经营分析能力的单品管理系统为中心	29
图 45: ShoppinPAD 是上品折扣单品管理核心终端, 入库/出库/消费者购买开票/定制功能都通过 PAD 完成	30
图 46: RFID 卡 (也是会员卡) 是消费者购买、定位、信息记录的统一标识	30
图 47: 上品折扣单品管理开发投入期费用率位于电商较高水平	31
图 48: 上品折扣才有密集堆放货架, 让消费者更近地接触到更多货品	32
图 49: 传统百货公司货品摆放更宽敞, 注重专柜的装修与体验	32
图 50: 美国折扣连锁行业只有 TJX、Ross 周转效率做到极致, 唯品会仍低于 TJX	32
图 51: 社区商业定位、实现单品管理/全渠道、数据积累/分析领先让上品折扣有望在精准推送上领先于行业	36
图 52: 上品折扣线上线下库存一体化实施效果较好	37
图 53: 上品折扣线上业务快速增长	38
图 54: 上品折扣杭州体验店外微信 LOGO 清晰	39
图 55: 上品折扣微信体验店服务/支付柜台	39
图 56: 百货大楼 First Wert 门店位于电梯口黄金位置	43
图 57: First Wert 800 元系列	43
表 1: 美国折扣百货龙头概述	7
表 2: 折扣零售为美国 10 年内增速仅次于电商的业态	8
表 3: 奥特莱斯 VS 折扣连锁百货: 后者是折扣零售业态的主要参与者	9
表 4: 1960-1980 年代美国诞生了大量延续至今的主力品牌	10
表 5: 利用核心定位优势、通过多品牌/多层次、重点发展折扣产品线的美国主力品牌市值大多增长明显, 是品牌资本化的最佳体现	12
表 6: 美国主力品牌利用核心定位优势, 通过多品牌/多层次定位来扩大客群	13
表 7: 中美折扣零售市场对比测算: 中国折扣零售市场 13、18 年分别达 392、2558 亿美元, 零售市场占比分别达 1.4%、6.4%, 未来 5 年 CAGR 将达 45.5%	17
表 8: 中国领先折扣连锁百货: 唯品会+上品折扣	18

表 9: 卫星城化最早起源于英国, 在 1950 年代进入爆发期, 社区商业随即快速发展	19
表 10: 美国折扣百货仍然强调自身社区百货定位, 突出了便利性的核心思想	20
表 11: 东亚卫星城密度更高、购物中心业态更突出、公共交通更便利, 但核心仍是锁定社区居民, 提供极致便利	21
表 12: 香港典型卫星城一览	21
表 13: 香港社区商业完成了由最初小商铺集合体向大型购物中心进化过程	22
表 14: 北京 8 大主力商圈/26 个典型社区商圈汇总	24
表 15: TJX、Ross 收入规模、成长性、盈利能力明显强于其他折扣零售企业, 体现了较强的龙头竞争壁垒	26
表 16: 上品折扣在商品经营为核心的竞争优势让其在商品迭代速度、快速低成本展店、同店增长、平效上优势明显	27
表 17: 上品折扣全供应链控制采购策略位于折扣连锁百货一流水平	33
表 18: 上品折扣货品多为时尚主流大众品牌	34
表 19: 折扣连锁多锁定注重时尚、质量、性价比的主流中产阶级	35
表 20: 上品折扣门店选址条件完全针对社区商业	35
表 21: 上品折扣在库存、营销、支付、利益分配等环节线上线下一体化成效突出	37
表 22: 上品折扣杭州微信体验店营销以及支付购买活动一览	38
表 25: 唯品会配送时间多在 2-3 天以上	40
表 23: 国内百货转型方向主要集中在购物中心上, 全渠道次之, 奥特莱斯和商品管理较少	41
表 24: 美国购物中心、奥特莱斯、折扣百货连锁、百货连锁龙头大多为单一业态专营企业	42

前言：寻找存量博弈市场下增量零售业态

受经济疲软、传统渠道供给过剩、成本刚性上涨和电商分流影响，我国传统实体渠道已进入存量博弈的微增长时代。在理性消费浪潮兴起、品牌资本化+对渠道控制减弱、电商爆发为核心的多渠道冲击驱动下，折扣零售成为全球零售市场蓬勃增长的新业态。同时，随着区隔于中心和远郊的社区商业的快速扩张，具备强大商品经营和全渠道融合能力的新一代社区折扣连锁百货将会迎来广阔的发展空间。

继广发零售2013年推出介绍美国折扣龙头TJX的专题报告后，本篇报告以中美折扣零售市场对比为主线，重点分析了我国折扣连锁百货的发展前景。通过分析我国社区折扣连锁标杆上品折扣，我们总结了折扣行业龙头发展的必备条件（商品经营+全供应链控制能力、社区商业定位、全渠道领先），最后对我国折扣零售竞争格局和传统百货转型前景进行了分析和展望。

一、折扣零售在中国：蓬勃爆发中的蓝海业态

（一）美国折扣零售市场是未来10年增长最快的渠道之一

对标美国市场发现（美国市场体量大，而且以追求品牌价值最大化的资本化品牌为主，从而产生庞大的折扣零售市场，与中国最相似），在理性消费浪潮和品牌资本化同时兴起的大背景下，美国折扣零售业态从80年代开始了近20年的快速发展期，成为脱胎于传统百货的朝阳业态（TJX和Ross在1996年前近20年销售CAGR超过20%）；受多渠道冲击和基数增大影响，1997-2004年TJX和Ross销售CAGR降至11%，05年后进一步下降至8%，但仍要比同期百货增速高一倍以上。奥特莱斯业态也进一步佐证了折扣零售的生命周期：ICSC口径下奥特莱斯在20世纪80、90年代快速增长，在1995年达到324座的最高峰后数量有所下降但面积仍增长了53%。

图1：美国折扣百货业态80年代初兴起后高速发展

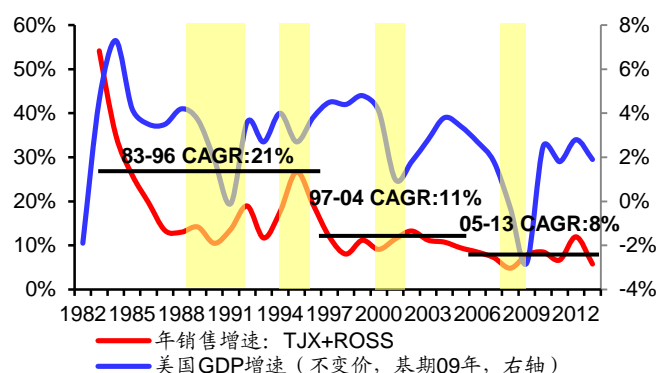
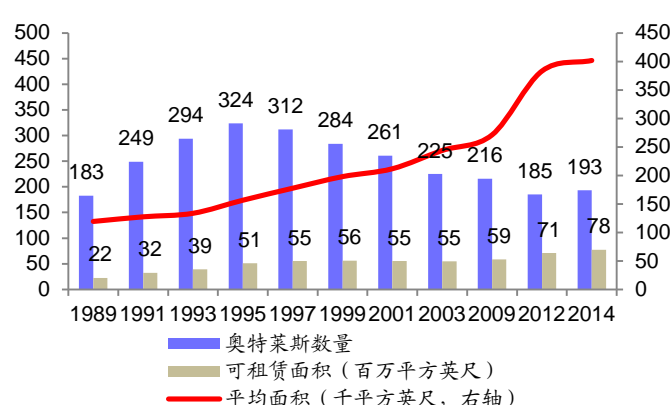


图2：美国奥特莱斯数量顶峰已过，但面积持续增长



数据来源：公司报表、Wind、ICSC、广发证券发展研究中心

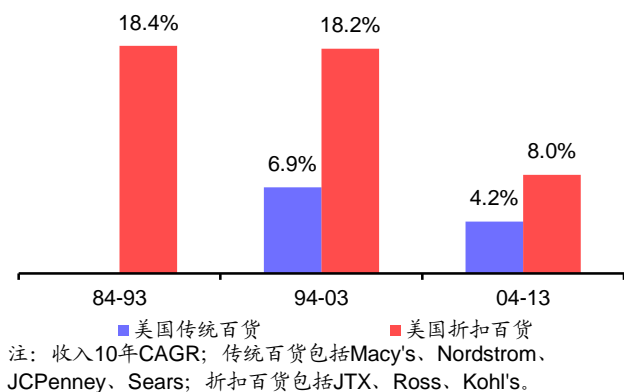
表 1: 美国折扣百货龙头概述

美国折扣零售代表	历史	经营特色	收入(亿美元)	门店
TJX	1976 年开设 T.J. Maxx, 切入折扣百货市场; 90 年代进入加拿大和欧洲; 1995 年收购美国第二大折扣百货 Marshalls, 1996 年设立锁定中低收入阶层 A.J. Wright	1. 锁定 25-54 岁、注重时尚、质量、性价比的中上层女性; 2. 滚动提供巨大折扣的高质量、时尚品牌服装; 3. 强大的采购和库存管理能力带来货品快速迭代; 4. 低成本架构; 5. 优质的客户服务	274	3219
Ross	1982 年成立; 1992 年引入家庭用品; 2004 年锁定中低收入阶层的 dd's DISCOUNT 开始上线	1. 锁定 18-54 岁、注重时尚、质量、性价比的家庭; 2. 滚动提供巨大折扣的高质量、时尚品牌服装; 3. 强大的采购和库存管理能力带来货品快速迭代; 4. 低成本架构; 优质的客户服务	102	1276
Kohl's	第一家百货店在 1962 年开业	提供中等价位的全国性品牌服装和家庭用品; 严格意义而言 Kohl's 并不算折扣百货, 但由于物美价廉, 专注于折扣百货的用户大部分都会同时浏览 TJX、Ross 和 Kohl's	190	1158
Burlington	2006 年被并购退市重新调整定位后于 2013 年重新上市	1. 锁定 25-49 岁、受过良好教育、注重时尚、质量、性价比, 帮助全家进行采购的女士; 2. 滚动提供巨大折扣的高质量、时尚品牌服装; 3. 强大的采购和库存管理能力带来货品快速迭代; 4. 低成本架构;	45	521
Stein Mart	1900 年初开业, 80 年代开始转型折扣连锁	1. 锁定 35-55 岁、已婚、受过良好教育、注重时尚、高档、性价比的中上层人群, 比 TJX、Ross 货品档次要高; 2. 滚动提供巨大折扣的高质量、时尚品牌服装; 3. 强大的采购和库存管理能力带来货品快速迭代; 4. 低成本架构;	13	264
Citi Trend	1999 年被并购退市重新调整定位后于 2005 年重新上市	1. 锁定注重时尚、性价比的中低收入非裔美国人; 2. 滚动提供巨大折扣的时尚品牌或本地品牌服装; 3. 强大的采购和库存管理能力带来货品快速迭代; 4. 低成本架构;	6	505

注: 收入、门店为 2013 年数据。

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图3: 美国折扣百货收入增速明显超越传统百货



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图4: 折扣百货同店放缓, 但仍明显优于传统百货

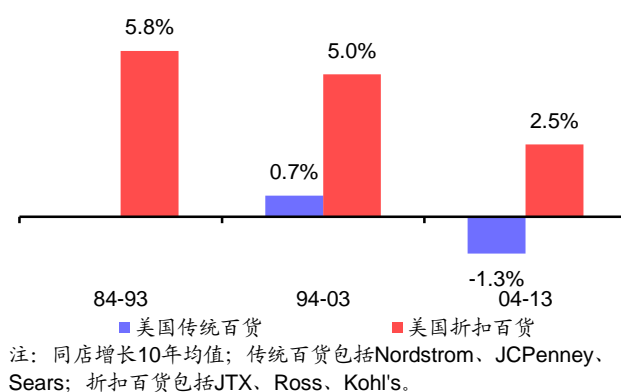
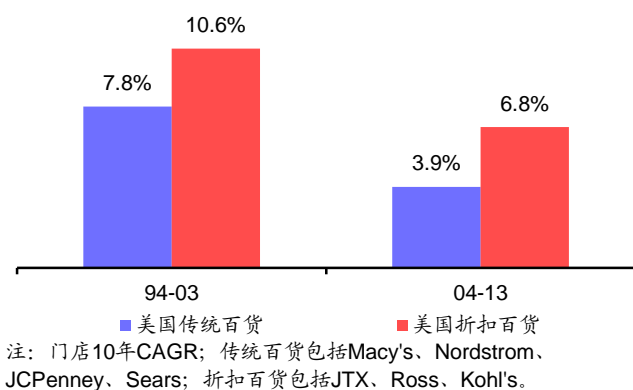
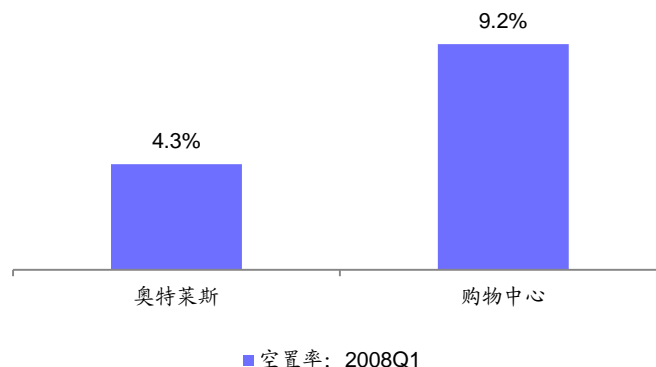


图5: 美国折扣百货门店增速快于传统百货



数据来源: 公司报表、CoStar Property、广发证券发展研究中心

图6: 美国奥特莱斯空置率明显低于购物中心整体



经过30年发展, 美国折扣零售市场已经成为一个规模相当、稳定增长的市场。广发零售测算2013年美国折扣零售市场规模约为1031亿美元(2013年TOP6折扣零售销售: TJX 274亿美元、Ross 102亿美元、Kohl's 190亿美元、Big Lot 53亿美元、Burlington 45亿美元、Stein Mart 13亿美元, 估计CR6约65%; 对照2012年美国百货CR4为63.9%), 占整体零售(剔除汽车)3.1%。08-13CAGR约8.1%(同期整体零售增速为1.4%), 预计14-18 CAGR约7.5%(同期整体零售增速为4.5%), 2018年规模将达1480亿美元, 占整体零售3.6%, 是未来10年内除了电商外增长最快的渠道。

表 2: 折扣零售为美国 10 年内增速仅次于电商的业态

CAGR	零售整体	电商	折扣店	俱乐部商店	服装	便利店	药店	超市	专业连锁	购物中心	百货	量贩
10-15E	4.3%	14.7%	7.9%	6.3%	4.4%	4.0%	3.8%	3.8%	3.4%	3.4%	0.5%	-1.4%
15E-20E	4.7%	11.7%	7.4%	5.9%	5.1%	4.0%	4.1%	4.2%	3.7%	3.1%	1.6%	-0.5%

数据来源: Kantar Retail、广发证券发展研究中心

对比美国目前折扣百货连锁和奥特莱斯两个业态发现, 折扣连锁百货经过30年发展仍处在超越行业增长期, 行业规模、集中健康程度、行业规模、门店数都要优

于奥特莱斯业态。我们认为具备强大商品经营和全供应链控制能力的折扣连锁百货将成为中国折扣零售业态的主要参与者：

(1) 大众化/中高端折扣业态蓬勃发展：在消费理性化、品牌资本化、多渠道下品牌对渠道控制力减弱的大趋势下大众化/中高端折扣百货规模持续扩大，适应客群要大于部分专注于奢侈品折扣的奥特莱斯。

(2) 适应于社区零售形态：折扣连锁百货紧跟社区展店，客流完全由社区支撑。而且门店以租赁为主，装修较简洁，适于快速扩张。而奥特莱斯对客流要求非常高导致选址受限明显，同时建设周期长、投入较大导致奥特莱斯开拓缓慢，容易饱和。

(3) 商品经营能力强，通过回归商品本质来持续抓住客户：折扣连锁百货核心竞争力来自其超强的商品经营和全供应链控制能力，包括挖掘在当地适销对路的货品，以及发现供应链供需失衡位置并通过低成本采购来提升利润率。成功的折扣连锁百货能提供时尚、高质量、深度折扣的商品来持续吸引消费者。而奥特莱斯本质上是商业地产运营，选址、招商和运营能力较强，但对商品控制能力弱。

表 3：奥特莱斯 VS 折扣连锁百货：后者是折扣零售业态的主要参与者

折扣零售业态	奥特莱斯	折扣连锁百货
美国		
行业生命周期	1980 年代兴起，1995 年门店到达顶峰后开始往下走；一是因为越来越多奥特莱斯转型为正价店+折扣店+多种娱乐业态结合的商业综合体，二是奥特莱斯对聚客要求非常高，多作为旅游景点，长期看客源不稳定	1980 年代兴起，行业格局大致稳定，目前仍超越零售行业增长，属于朝阳业态
市场空间	受制于奥特莱斯选址和人口支撑要求，规模受限	在消费理性化、品牌资本化、多渠道下品牌对渠道控制力减弱的大趋势下折扣百货规模持续扩大
核心客群	追求时尚、价值、性价比的消费者，奢侈品消费者占比较高，游客占比较高	追求时尚、价值、性价比的消费者，以中产阶级和中上阶层为主
核心竞争力	品牌招商、选址、日常运营	折扣商品采购和运营、库存控制
商品经营能力	浅	深
选址条件	非常高	较低，随社区拓展
展店条件	较难：单店面积大，建设周期长，需要大量配套设施	较易：单店面积小、基本为租赁、装修较简易
成功企业案例	SPG/TANGER	TJX/ROSS
企业本质	地产运营商，更接近地产本质	商品运营商，更接近商业本质
门店数	103 (SPG + TANGER)	3297 (TJX US + ROSS)
CR2	53%	36%
行业销售规模 (亿美元)	410	1031
平均单店面积 (万平)	3.5	0.3
中国		
目前成功企业	赛特奥莱、友谊股份奥莱、燕莎奥莱、有阿奥莱等	上品折扣、唯品会
市场展望	按照美国经验推算中国奥莱市场规模在 300-400 家	13 年中国折扣零售市场规模超 2000 亿，上品折扣+

左右，现在较为正式的奥莱有几十家

唯品会市占率 5%，未来数年年均增速 40%以上；
目前有竞争力的线下折扣连锁只有规模不大的上品折扣以及线上唯品会

进入/壮大壁垒

对选址（圈地）、招商、运营有较高要求，零售/奥莱运营先发企业优势明显

对商品运营运营全供应链控制能力有非常高的要求，先发企业优势明显

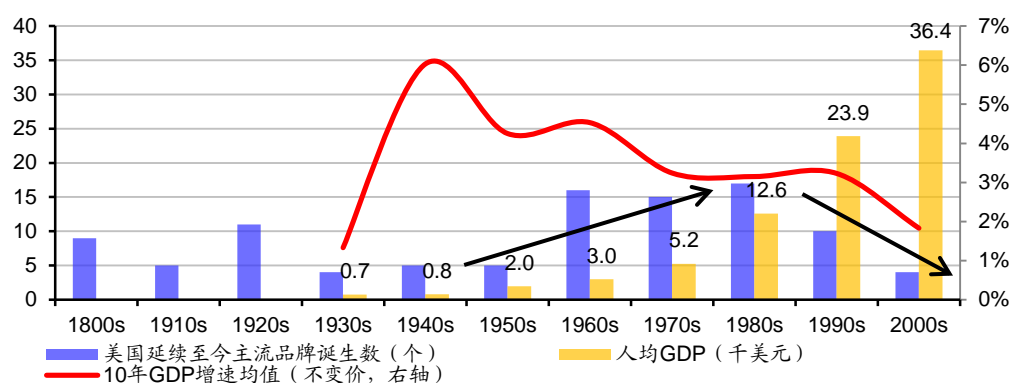
数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

受益于：1）收入增速放缓、品牌认知扁平化带来的理性消费浪潮、2）品牌资本化、弱势品牌对渠道控制弱势、3）以电商爆发为核心的多渠道冲击，中美折扣零售市场空间广阔而且仍在持续增长，是存量博弈的零售市场中的蓝海业态。

（二）收入增速放缓、品牌认知扁平化带来理性消费催生折扣零售业态

进入1960年代，随着美国经济快速增长，美国人民对品牌服装需求日益增加，美国进入了1960-1980年代30年的主力品牌爆发期（人均GDP超3000美元），出现了Kate Spade、Nike、Ralph Lauren、Calvin Klein、Gap、Zara、American Eagle、Banana Republic、Michael Kors、DKNY、Tommy Hilfiger、A&F等延续至今的热门品牌。在目前美国购物中心/奥特莱斯/折扣百货100多个主力品牌中，1960-1980年代诞生的品牌占比近50%。

图 7：1960-1980 年代美国在人均 GDP 进入 3000 美元后成功品牌数快速增长



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

表 4：1960-1980 年代美国诞生了大量延续至今的主力品牌

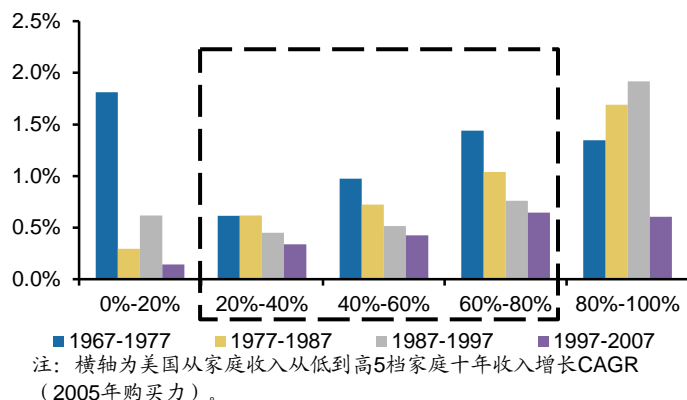
年份	美国主力品牌
1960s	Valentino, Yves Saint Laurent, Kate Spade, Dress Barn, Izod, Nike, Bottega Veneta, Sergio Rossi, Vans, Ralph Lauren, Calvin Klein, Etro, The North Face, Gap, Quiksilver, VF
1970s	Academy Sports, Tod's, Reiss, Rockport, Zara, Dooney & Bourke, Giorgio Armani, Beams, Escada, American Eagle, Victoria's Secret, Banana Republic, Diesel, Versace, TaylorMade
1980s	Hurley, Guess, Michael Kors, Kenneth Cole, Vera Bradley, Chico's, J. Crew, Moschino, Nautica, Nine West, DKNY, Forever 21, Dolce & Gabbana, Tommy Hilfiger, Aeropostale, Abercrombie and Fitch, Bean Pole

注：品牌统计来源于 SPG、Tanger、TJX 2013 年主力服装鞋帽品牌。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

1960年代后，美国经济增长中枢开始下移，同时中下阶层收入增速大幅放缓，中产阶级占比开始持续缩小。作为品牌消费主力的中产阶级，既需要为收入增长持续放缓而控制消费，但在品牌崛起大潮中养成的品牌忠诚度又让其无法放弃对品牌消费品的支出。另一方面，随着在品牌持续增加和信息传播技术进步下消费者对品牌认知持续深入化、扁平化（消费者对品牌认知扁平化特征在1990年代计算机和移动互联时代体现的愈发明显），消费者开始建立更加高效的 brand 价格衡量体系，在购物时亦会更加精明化、理性化，更加看重性价比。收入增速放缓和品牌认知扁平化所带来的理性消费浪潮为折扣零售创造了巨大的市场。

图8：占美国收入60%的中间群体80年代收入增速纵向下滑幅度最大，与最高20%收入阶层反差明显



数据来源：U.S. Census Bureau、广发证券发展研究中心

图9：美国70年代后收入快速分化：中产阶级快速减少，富裕阶层快速扩大，贫困阶层占比缓慢下降

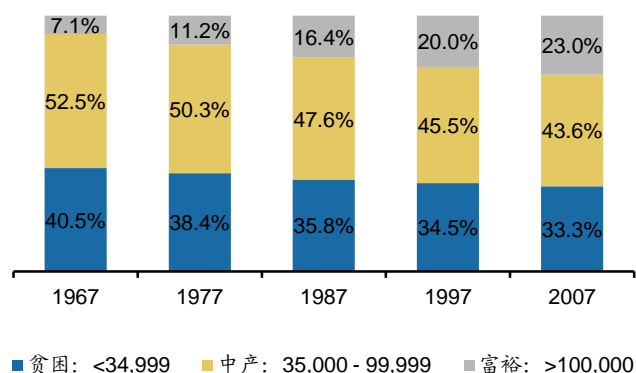
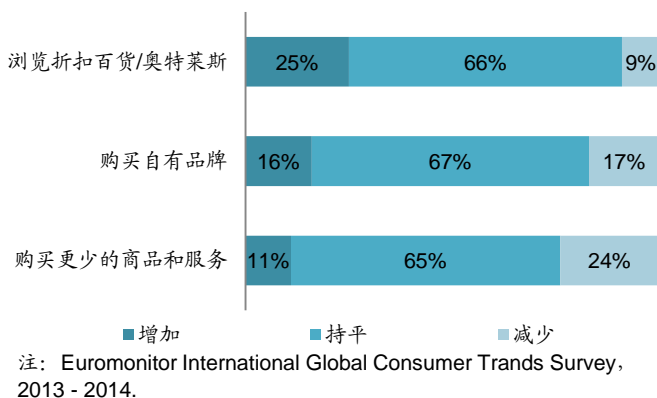
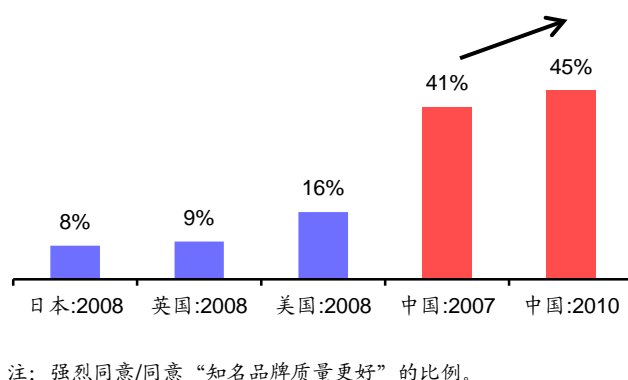


图10：人们减少开支主要通过转换到折扣店来实现



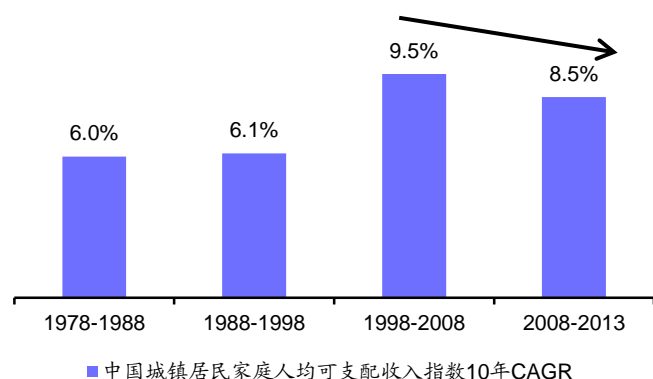
数据来源：Euromonitor、Mckinsey、广发证券发展研究中心

图11：中国消费者对知名品牌有着更强烈的追求



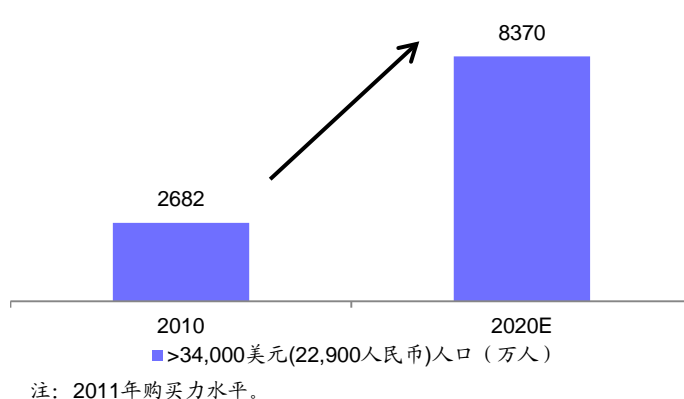
中国品牌服装消费目前正重走美国1980年代的道路：（1）随着收入持续增长，消费者对于品牌的认知逐渐加强，但经济增速下降带来收入增长放缓让消费者开始精打细算，不同点在于中国中产阶级（按美国年收入3.5万美元以上家庭标准）群体正在快速扩大。（2）随着国外成熟品牌的进入、网络购物的兴起，中国品牌正面临消费者品牌认知迅速扁平化导致加价率大幅下移和多级代理商渠道趋向瓦解的趋势。消化库存、革新渠道、满足愈发注重性价比的用户的折扣零售市场将享有巨大空间。

图12: 我国城镇居民收入增速将趋势性下降



数据来源: Mckinsey、国家统计局、广发证券发展研究中心

图13: 2020年我国中高收入群体将超过8000万人



(三) 品牌资本化、弱势品牌对渠道控制减弱大幅拓宽折扣零售的供给

品牌资本化下多品牌/多层次定位+重点发展折扣产品线趋势、以及弱势品牌对渠道控制减弱导致库存积压及终端定价紊乱两大原因, 分别主动和被动为折扣零售提供了大量供给, 客观上大幅促进了折扣零售行业的发展。

品牌资本化, 即以提升品牌市值为核心的发展目标, 是数十年来美国服装品牌的核心思想(有别于欧洲大陆很多追求精耕细作、控制产量、延续上百年的传统品牌发展思路)。提升品牌市值主要依靠品牌自身客群定位优势, 通过多品牌/多层次拓展、重点发展折扣产品线的方式来扩大目标消费群体, 提升销量。延续至今的美国主流品牌大多通过以上战略成功实现了市值大幅增长, 是品牌资本化的最佳体现。

表 5: 利用核心定位优势、通过多品牌/多层次、重点发展折扣产品线的美国主力品牌市值大多增长明显, 是品牌资本化的最佳体现

独立上市的美国一线中 端品牌	收益率统计起始年份/ 上市(有数据)年份	CAGR	CAGR-超越 S&P500	CAGR-超越道 琼斯服装指数	折扣店占自营 终端比例
Michael Kors	2012	84.9%	62.5%	58.4%	31.11%
Coach	2001	26.6%	24.7%	16.8%	35.48%
Under Armour	2006	27.6%	22.6%	18.3%	95.12%
Chico's	1994	20.3%	13.0%	14.5%	15.26%
Columbia	1999	16.3%	11.4%	8.2%	88.89%
GAP	1976	18.0%	9.8%	14.8%	15.03%
Nike	1981	17.6%	9.3%	14.2%	83.82%
Ralph Lauren	1998	11.2%	6.6%	3.7%	25.11%
Guess	1997	8.3%	2.1%	1.1%	27.13%
Abercrombie & Fitch	1997	6.4%	0.4%	-0.5%	0.60%
Ann Yaylor	1992	5.5%	-2.0%	0.4%	28.72%
Vera Bradley	2011	-3.8%	-19.8%	-27.4%	15.15%

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

服装多品牌/多层次定位主要有两种模式: 一是拓宽品牌价格线, 将品牌核心理念拓展至更高或者更低的消费层级。通过开发低价副牌MICHAEL Michael Kors和授

权配饰来获取更大的客户群的Michael Kors, 以及通过开发超过20个不同细分定位的品牌来向高收入群体、大众消费群体以及更加细分的特定消费群体扩张的Ralph Lauren是此战略的最佳体现。二是通过多主题切入来锁定更多的同一客群。Abercrombie & Fitch、GAP、Nike都是通过发展多个同一定位、同一价格线的产品线来锁定更多同一阶层的目标客群的最佳样本。

表 6: 美国主力品牌利用核心定位优势, 通过多品牌/多层次定位来扩大客群

主流服装品牌	多品牌/层级定位策略	子品牌	子品牌介绍
Michael Kors	定位美国流行奢侈品, 由奢侈品服装箱包鞋帽向大众可触及的轻奢和手表、眼镜、珠宝、香水等时尚生活用品延伸	Michael Kors	奢侈品定位, 1981 年推出, 提供由极高质量皮革打造的商品, 手袋价格 500-6000 美元, 鞋 300-1200 美元, 女装 400-4000 美元
		MICHAEL	
		Michael Kors (极小部分 KORS)	低价轻奢定位, 面向更大的客户群, 2004 年推出, 手袋价格 200-800 美元, 皮具 45-200 美元, 鞋 70-500 美元, 女装 50-500 美元
		Michael Kors)	手表: 2004 年 4 月推出, 150-500 美元 眼镜: 2004 年 1 月推出, 85-285 美元 珠宝: 2010 年 12 月推出, 45-400 美元 香水: 2003 年 5 月推出, 20-115 美元
Ralph Lauren	定位美国中上层优雅、品味生活方式, 由主流服饰向高端服饰、大众化服饰、细分服饰、主题服饰、配饰、家庭用品进行大范围延伸	大众化	Lauren Ralph Lauren / Denim & Supply Ralph Lauren / Lauren for Men / Ralph by Ralph Lauren / Chaps / Club Monaco
		主流	Ralph Lauren Women's Collection / Women's Polo Ralph Lauren / Men's Polo Ralph Lauren / Ralph Lauren Blue Label
		高端	Ralph Lauren Purple Label / Ralph Lauren Women's Black Label / Ralph Lauren Men's Black Label / Ralph Lauren Men's Black Label
		配饰/分层/主题定位	Denim / RRL / RLX Ralph Lauren Accessories / Ralph Lauren Watches / Ralph Lauren Childrenswear / Golf / Pink Pony / Ralph Lauren Home / Ralph Lauren Paint / Fragrance
Abercrombie & Fitch	定位美国品味、年轻、流行、性感生活方式, 通过不同主题流行品牌尝试抓住更多同阶层消费群体	Abercrombie & Fitch	带着美国东岸传统和常青藤精神, 定位年轻、流行、性感的美国生活方式品牌
		abercrombie	定位更年轻的美国青少年阶层
		kids	
		Hollister	带着美国南加州沙滩风格, 定位年轻、流行、性感的美国生活方式品牌
GAP	定位美国标志性大众化流行品牌, 通过不同主题切入来抓住更多消费者	Gilly Hicks	带着澳大利亚悉尼海岸自由精神, 定位年轻、流行、性感的美国生活方式品牌
		GAP	1969 年成立, 美国标志性大众化流行品牌, 1980 年代末期进入童装和孕妇市场, 1990 年代末期进入内衣市场
		Banana Republic	1982 年收购, 定位全球流行、时尚、适用于多场合的服装品牌
		Old Navy	1994 年成立, 美国标志性大众化流行品牌
		Piperlime	2006 年成立, 覆盖服装鞋帽和箱包, 美国标志性大众化流行品牌
		Athleta	2008 年成立, 定位大众化运动品牌

Intermix

2012 年成立，定位更加高端的流行品牌

Nike

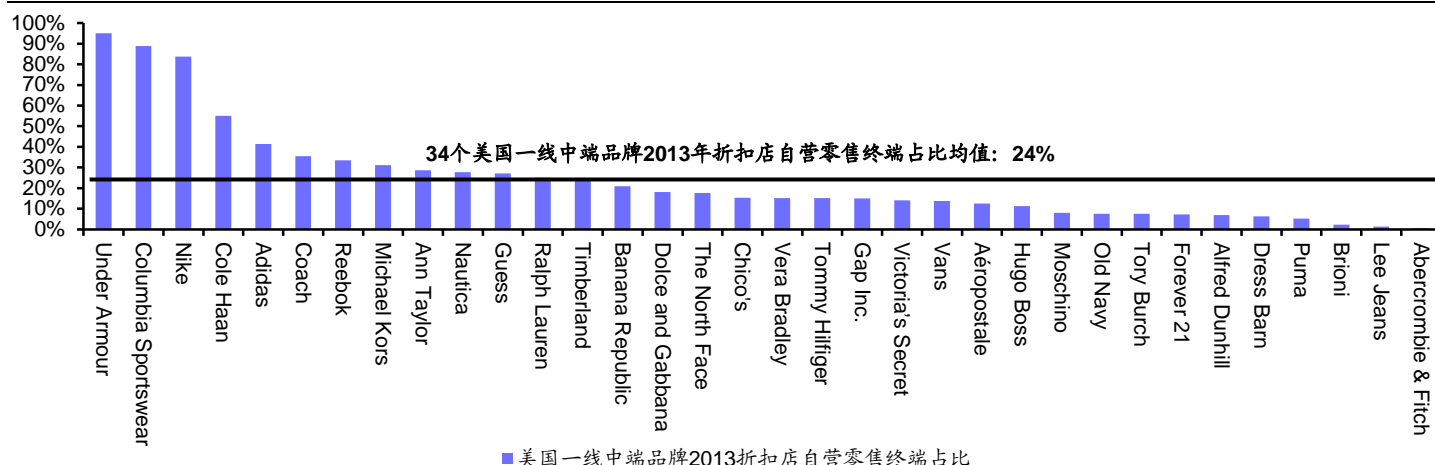
定位大众运动和专业运动群体

拥有 Nike、Jordan、Converse、Hurley 四大品牌，定位日常运动和专业运动

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

从1980年代开始，通过开设品牌自营折扣渠道并开发专供折扣渠道的货品已成为主流品牌扩大客群和销售额的核心战略。目前美国一线中端品牌自营折扣店占自营终端比例达24%，即除给百货公司批发业务外，平均新开2-3家正价自营店就会有1家折扣店出现。品牌主动向折扣业态延伸将折扣零售从季后库存销售模式延伸至季前、当季、季后的全周期销售模式，同时为折扣零售增添了时尚和品质两大元素，让其加速向主流零售业态发展，也对折扣百货商品经营和全供应链掌握能力提出了更高要求。

图14：美国34个一线中端品牌自营折扣店占自营终端比例达24%，折扣零售已成为品牌线的核心价格带之一



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

图15：品牌自营折扣渠道的发展将折扣零售业态带入全周期销售模式，加速其向主流零售业态的发展步伐

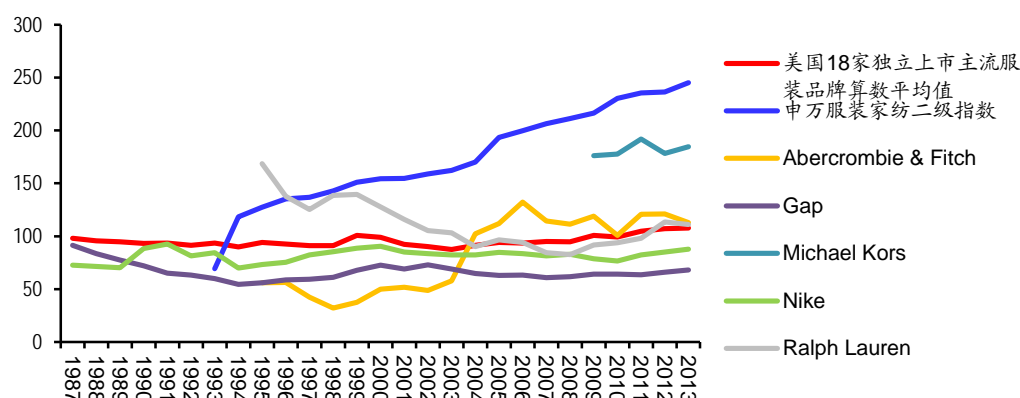


数据来源：广发证券发展研究中心

另一方面，作为款式变化不断加快（传统服装品牌是一年4季新款，现在迭代加快后不少企业每年迭代已超过10次，更有如ZARA做到1-2周便有新款上市的极致）

的服装行业，目前平均上百日的存货周转率（美国18家独立上市的主流服装品牌20年平均存货周转天数约95天，中国申万服装家纺二级指数13年更是逼近245天）必然会产生大量存货。随着20世纪全球经济增长放缓，消费品市场进入存量博弈时代，预计服装行业竞争将更加激烈，愈发严酷的竞争环境将为折扣零售行业提供大量库存供给。另外，在终端集中度较低、强势品牌较少的市场（如中国），生产商往往通过区域分割多级代理模式来迅速占领市场份额和稳定价格体系。随着竞争加剧，品牌和渠道销货压力增大，品牌往往会因对代理/渠道商有较大的销货诉求而导致价格体系失效，最终出现弱势品牌对终端价格控制失败、出现大量新品即打折的现象。存货增加和弱势品牌对渠道控制减弱在客观上推动行业快速发展。

图16：美国主流服装品牌存货周转天稳定在约95天，但近年也在上升；中国服装品牌则在快速上升，反映了愈发严酷的竞争环境，客观上为折扣零售提供大量供给

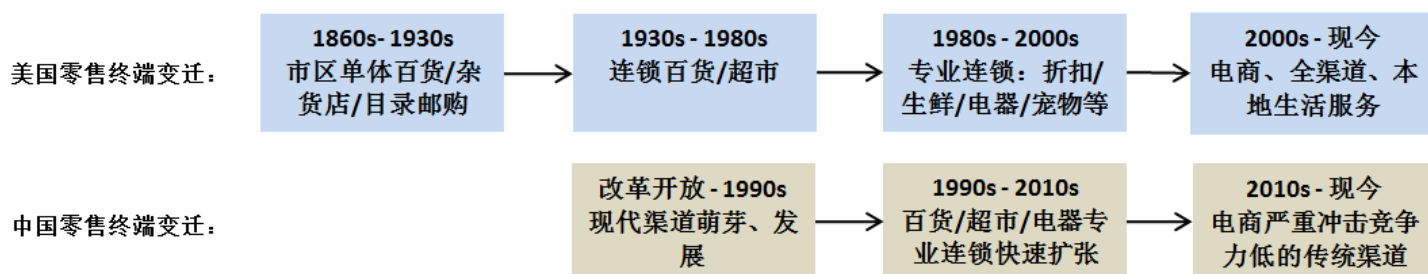


数据来源：Bloomberg、Wind、广发证券发展研究中心

（四）以电商爆发为核心的多渠道冲击加速中国折扣零售业态发展

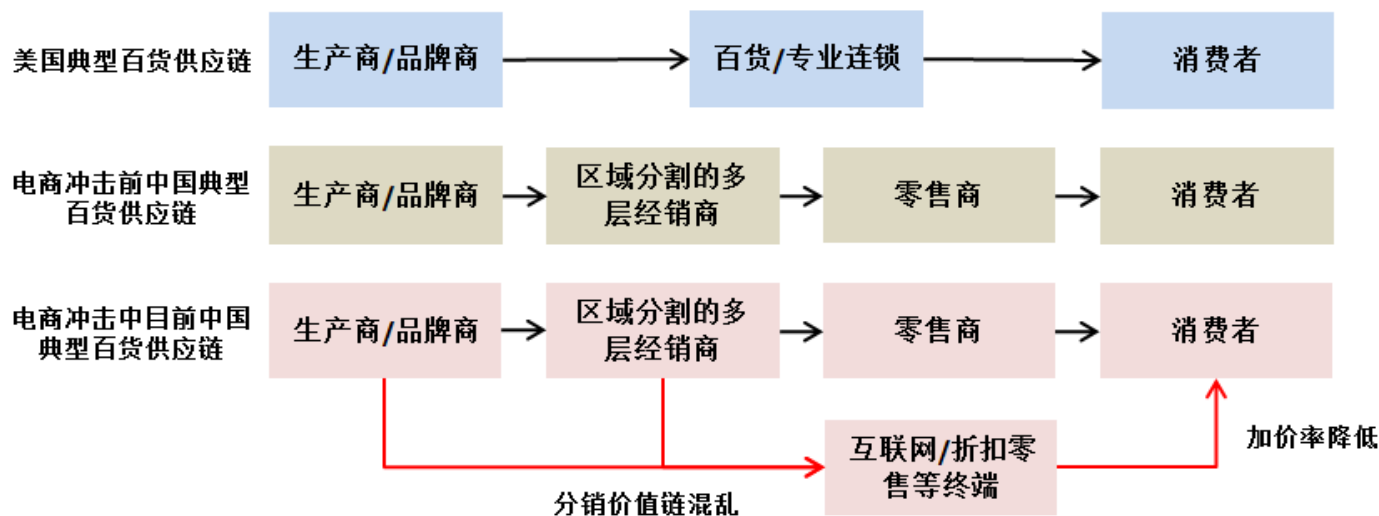
跟美国80年代电商出现前，折扣零售在理性消费浪潮和品牌资本化驱动下对传统正价百货业态的有序替代不同，高速发展的电商正大幅冲击中国竞争力、集中度低的现代零售渠道，以及冗长、分割的品牌传统分销渠道，导致原本价加率虚高的商品从品牌/渠道/终端中任何环节都可以流出并直接接触消费者。无序、混乱的分销价值链为折扣零售业态提供额外的供给与需求。

图17：跟美国折扣零售等专业连锁业态对传统百货的有序替代不同，电商严重冲击中国传统渠道后导致终端无序



数据来源：广发证券发展研究中心

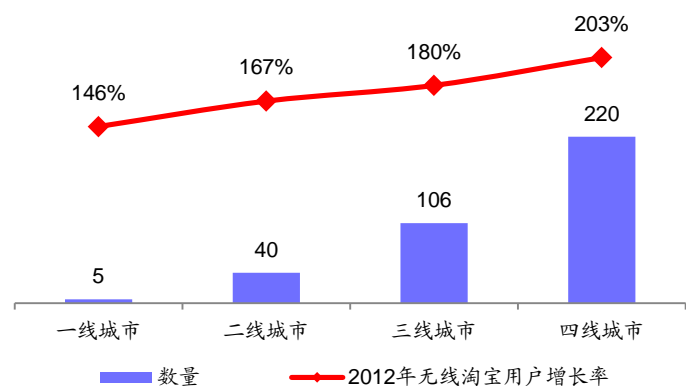
图18: 电商冲击导致加价率虚高的商品从品牌/渠道/终端都可以直接接触消费者, 瓦解传统冗长、分割的加价渠道, 为折扣零售提供额外的供给与需求



数据来源：广发证券发展研究中心

中国现代渠道成立较晚, 同时广阔国土所带来消费习惯上自北向南横向分割和经济差异上自东向西横向分割让中国零售终端集中度极低, 低线城市渠道发育极不发达, 让电子商务在中国市场潜力巨大。预计未来中国网购渗透率要远高于美国。

图19: 三四线城市数量多, 无线淘宝用户增速快



数据来源：无线淘宝、BCG、广发证券发展研究中心

图20: 中国三四线城市居民对网购依赖较大

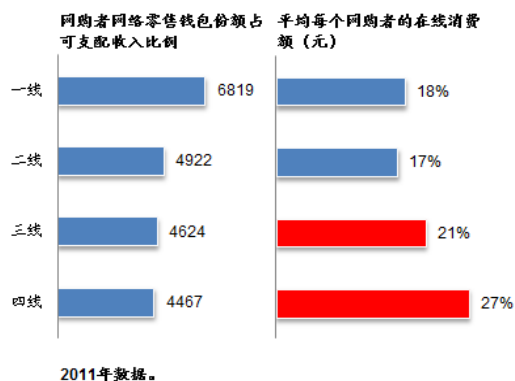
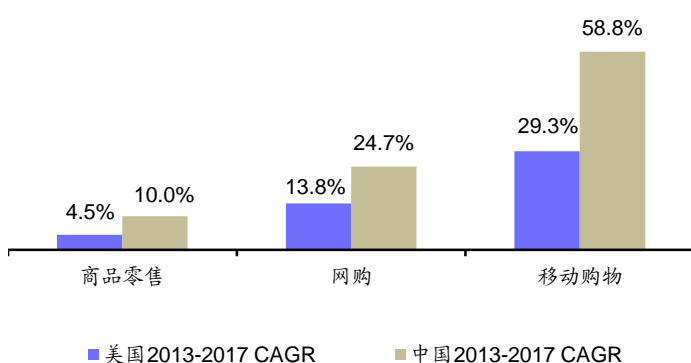
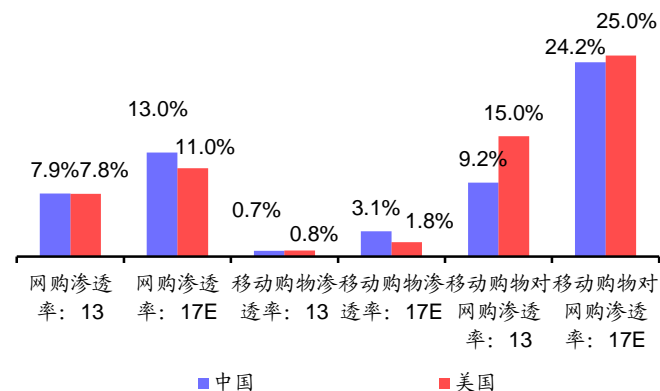


图21: 中国网购、移动购物14-17CAGR达25%、59%



数据来源：艾瑞咨询、Forrester、eMarketer、广发证券发展研究中心

图22: 中国网购/移动购物渗透率将快速超越美国



识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

我国传统服装多级代理、不同地区代理不能串货的多层级、割据明显的供应链造成了终端极高的加价率，被以网购为代表的多渠道冲击的最为明显：电商卖家可能从供应链任何一个环节拿货，造成线上价格与门店价格互搏；同时终端在网购冲击下开始主动缩短供应链层级，导致传统供应链体系快速瓦解。在品牌和渠道集中度还未高度集中之前，快速瓦解的品牌供应链将为采购能力强的折扣百货提供了充足的供给，这是美国折扣百货萌芽期所没有的额外驱动力。

图23：中国传统零售集中度低但网络普及率高

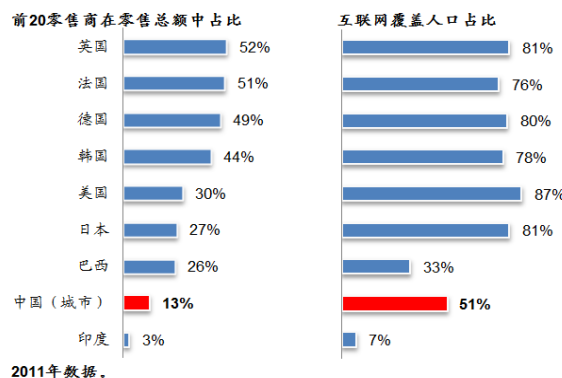
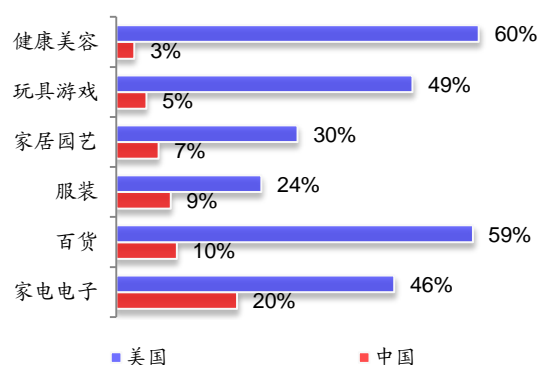


图24：中国大量零售子行业集中度较低



2011年前5名零售商所占市场份额。

数据来源：BCG、McKinsey、广发证券发展研究中心

按照Frost & Sullivan预测，2013年中国折扣零售市场规模为392亿美元，占社零（剔除汽车，下同）1.4%，08-13年CAGR达70%（同期剔除汽车社零增速为15.3%）。在收入增长放缓和品牌认知扁平化理性消费浪潮、品牌资本化、以电商爆发为核心的多渠道冲击同时驱动下，中国折扣百货市场空间会远大于美国。广发零售测算14-18年CAGR约45.5%（同期剔除汽车社零增速为7.2%）。2018年中国折扣零售业态规模将达2558亿美元，市占率将近6.4%。预计传统百货渠道未来将演变为走商品经营、客户服务的中高端百货和折扣连锁百货双渠道共存的格局。

表7：中美折扣零售市场对比测算：中国折扣零售市场13、18年分别达392、2558亿美元，零售市场占比分别达1.4%、6.4%，未来5年CAGR将达45.5%

中美折扣零售市场规模对比	市场（亿美元）	零售市场占比	08-13 CAGR（折扣零售/整体零售）	14-18CAGR（折扣零售/整体零售）
美国（CR6=60%）:13E	1134	3.4%		
美国（CR6=65%）:13E	1031	3.1%		
美国（CR6=70%）:13E	945	2.9%	8.1% / 1.4%	7.5% / 4.5%
美国（CR6=65%）:18E	1480	3.6%		
中国：13E	392	1.4%		
中国：15E	914	2.8%	70.0% / 15.3%	45.5% / 7.2%
中国：18E	2558	6.4%		

注：1. 美国市场份额根据TOP6折扣零售（TJX、Ross、Kohl's、Stein Mart、Big Lot、Burlington；Kohl's严格意义上并不算折扣零售；但浏览TJX、Ross的客户大多会同时浏览物美价廉的Kohl's）收入除以预测市占率而得（Euromonitor测算美国2012百货CR4为63.9%）；14-18美国折扣零售增速为广发零售预测，14-18美国零售增速为Forrester预测。

2. 11-15中国折扣零售为Frost & Sullivan预测，15-18为广发零售预测；14-18中国社零增速为广发零售预测。

3. 汇率取CNY/USD = 6.22。中、美零售总额均排除汽车及其零部件。

数据来源：公司报表、Wind、Forrester、Euromonitor、Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心零售团队预测

从竞争格局来看，中国折扣百货市场还处于较为松散的初步竞争期。一方面是缺乏行业龙头：目前较为突出的折扣百货只有线上的唯品会（有竞争者）和线下的上品折扣（暂时无竞争者）两家，13年总共销售额仅100亿出头，CR2只有5%，空间巨大。另一方面是大部分传统百货实际上已在向折扣百货过度：目前百货基本上日常折扣与活动折扣相叠加，而且有相当部分新品一上架已经以折扣价在出售。但在多渠道冲击下创立成功的折扣百货连锁并非易事，只有拥有正确的行业判断、高效的组织架构、一流的商品经营能力、强大的全渠道融合能力、必要的资本支持的百货才有可能脱颖而出，享受快速增长的折扣零售市场。

表 8：中国领先折扣连锁百货：唯品会+上品折扣

	收入（亿人民币）		收入 CAGR		毛利率	净利率	性质	市场分布
	2010	2013	10-13	14E-16E				
唯品会	2	104	261%	66%	24%	3%	B2C 电商	全国二三线城市
上品折扣	11	25	31%	60%	18%	5%	社区折扣连锁	北京为主，正往华东扩张

注：上品折扣所有数据为广发零售团队预测值。

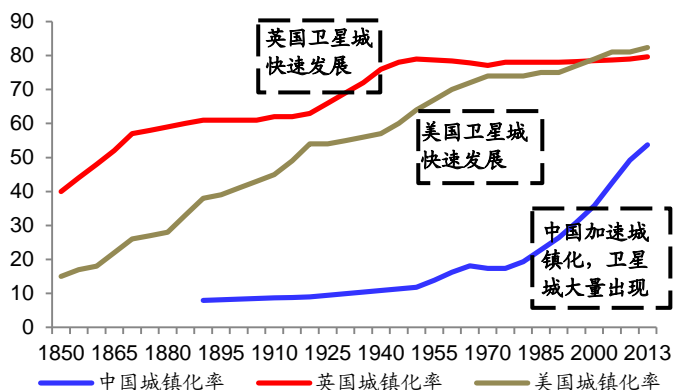
数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心零售团队预测

二、社区商业为折扣零售业态发展提供新机遇

（一）城镇化中后期卫星城的爆发让社区商业成为主流

随着城镇化密度提升，核心城市区因人口密度过大所带来的交通、教育、医疗、治安、生活空间等问题日益突出。自1903年英国在伦敦以北的莱奇沃斯(Letchworth)建立了第一个卫星城后，离市中心20-30公里、人口在20-30万、拥有独立的经济和社会系统，便捷的交通和更好的居住环境的卫星城（Satellite Town），连带针对卫星城的社区商业开始蓬勃发展。英国卫星城化在1920年开始爆发式发展，城镇化率在60%中枢上重新加速，到1940年伦敦已经拥有超过10座卫星城。第二次世界大战后，先是英国、瑞典、苏联、芬兰，后是法国、美国、日本等国都规划建设了许多卫星城镇。

图25：卫星城大量出现促使英美城镇化重新加速



数据来源：Mckinsey、World Bank、广发证券发展研究中心

图26：卫星城化社区居于中心商业区和远郊商业的社区零售开始蓬勃发展

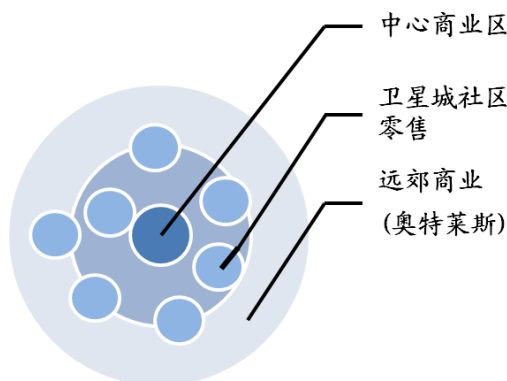


表 9: 卫星城化最早起源于英国，在 1950 年代进入爆发期，社区商业随即快速发展

典型国家	开始年份	具体规划
英国	1903	1903 年在伦敦以北建立了世界上第一个卫星城，到 1940 年已超过 10 个。
美国	1950 年代	在大规模援助公路建设和鼓励中高收入者在郊区贷款建房政策刺激下，美国大量郊区城镇成立，社区商业开始蓬勃发展。
苏联	1950 年代	提出要大力发展卫星城镇，在莫斯科周围布局超过 11 座卫星城镇。
日本	1956	1956 年公布“首都圈建设法”，强调在东京 100 公里范围大规模发展卫星城。到 60 年代已形成 7 座卫星城市。
法国	1965	1965 年巴黎出台《城市规划和地区整治战略规划》，5 座卫星城在 1970 年代相继落成。
韩国	1970 年代	制定“建设卫星城市，积极分散人口”方针，在汉城周边地区建设 10 座卫星城市。
中国	1950-1970 年代	50 年代末上海、北京等城市的总体规划中都考虑了卫星城镇的规划和建设。上海城市规划中建设的第一批卫星城镇有闵行、吴泾、松江、嘉定、安亭和吴淞在 70 年代逐渐落成；在改革开放城镇化加速后中国进入卫星城快速发展期。

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

二次世界大战后美国卫星城的快速发展直接带动以社区零售为核心的美国零售业第二次革命。美国政府一方面推行大规模援助公路建设的政策，使得卫星城镇与中心区的交通路网不断完善；另一方面鼓励中高收入者在郊区贷款建房，以经济手段实现城市功能的转移。在基础设施完善和房贷刺激下，美国卫星城开始爆发式发展。以杰西潘尼百货（JC Penney）、西尔斯百货（Sears）、诺德斯特龙百货（Nordstrom）、克罗格（Kroger）、沃尔玛（Walmart）为代表的零售商开始沿着高速公路和卫星城在拥有 2-3 家主力百货/超市，搭配各种服务型业态的社区商业中心（Strip Center）快速展店，推动了将门店渗透至每个消费者身边的渠道和市场革命。目前大部分折扣百货连锁依然明确定位为社区百货，体现了便利性的核心思想。

图 27: 美国社区商业中心（Strip Center）典型外景

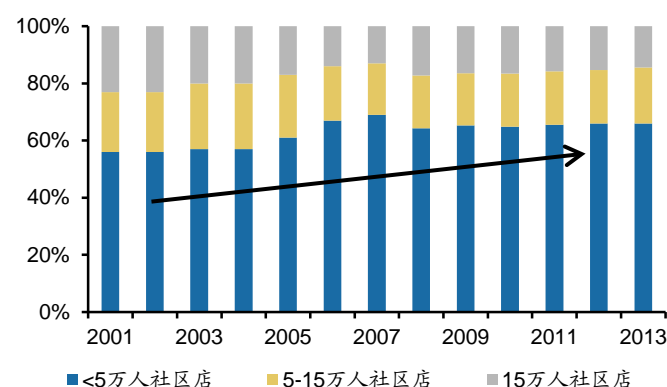


数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

图 28: 带有 TJX、沃尔玛的社区商业中心规划



图29: 社区百货Stage Stores向小型化社区迁移明显



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图30: 科尔斯百货社区店模式占主导

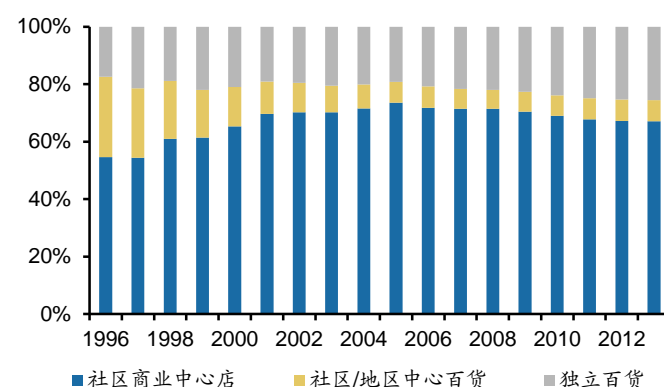


表 10: 美国折扣百货仍然强调自身社区百货定位, 突出了便利性的核心思想

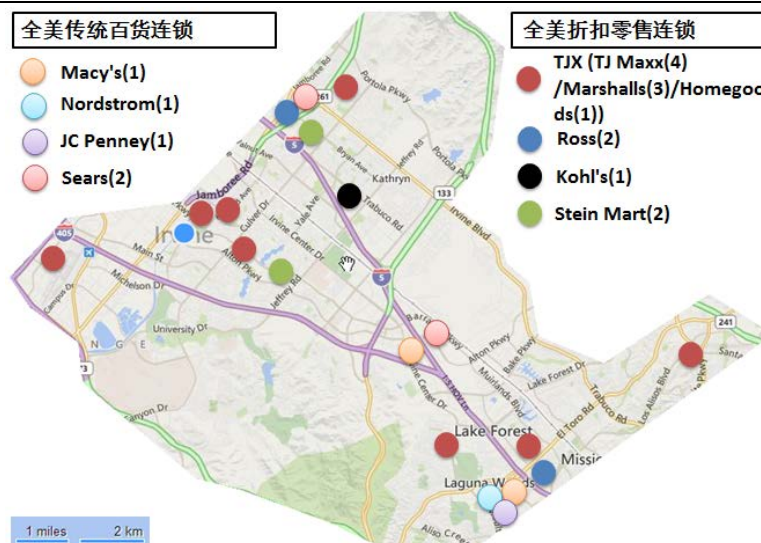
公司	定位	最近年报对门店的定位
TJX	折扣百货	门店大多处于社区商业中心, 为顾客提供愉悦、便捷的购物环境。
Ross	折扣百货	门店大多处于高人口密度的大城市或附近的社区商业中心
Kohl's	中等价位/折扣百货	拥有社区商业中心、社区/地区中心、单体百货三种成功模式。
Stein Mart	折扣百货	门店大多处于社区商业中心, 锁定较高收入人群
Bon-Ton	百货	门店大多位于小型到中型社区
Stage Stores	百货	门店大多位于小型到中型社区
Alco	百货	门店大多位于小型到中型社区

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

(二) 卫星城孕育的社区商业典范: 由美国 Irvine 到东亚香港

Irvine (尔湾) 位于美国加州的Orange County (橘郡), 占地170平方公里, 现有人口22万人, 是美国最大的规划城市社区之一, 也是美国卫星城孕育的社区商业典范。尔湾起源于1960年代, 1959年尔湾公司和州政府捐出1500英亩土地作为加州大学尔湾分校 (UC Irvine) 校区, 同时环绕大学建立了一个可以容纳5万人, 具备工业区、商业区、住宅区、休闲区、绿地等新城市。1971年尔湾居民投票决定将城区扩大, 并成立尔湾市。目前尔湾已经成为美国最安全、规划完善、教育最好、商业活动最佳的中高收入社区之一。目前尔湾内拥有全美折扣百货连锁13家 (TJX系8家、Ross 2家、Kohl's 1家、Stein Mart 2家), 发展势头已经明显超越5家连锁传统百货 (Macy's、Nordstrom、JC Penney、Sears), 体现了折扣百货连锁锁定社区, 极致便利的核心思想。

图31：中高收入卫星城社区Irvine连锁折扣百货(13家)发展明显强于传统百货(5家)



数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

随着1960年代东亚经济腾飞，为解决中心城市密度过大的卫星城开始高速发展，社区商业也随之爆发。东亚由于人口密度大，卫星城往往是由中心城镇沿着连绵不断的高层建筑延伸，由一个个高层楼盘组团形成。受空间所限，对应的社区商业中心多以住宅裙楼或单体购物中心形式出现，并通过多条空中/地下廊桥与周围住宅和公共交通相连接，为社区居民创造了极致便利的购物环境。以香港为例，受中心城区人口压力持续提升影响，大埔新市镇、屯门新市镇、沙田新市镇等典型卫星城开始在1970年政府统一规划下快速发展。到目前已经形成30-60万常住人口，拥有近10个社区商业中心的成熟卫星城，社区商业业态也由最初的小商铺集合体完成了向大型社区购物中心的进化。

表 11：东亚卫星城密度更高、购物中心业态更突出、公共交通更便利，但核心仍是锁定社区居民，提供极致便利

	美国	东亚
相同点	锁定社区居民，提供极致便利	
不同点		
卫星城位置&密度	离市中心数十公里，多为低密度中高收入居民区，以别墅为主	离市中心几公里到几十公里，多由高层楼盘组团而成，卫星城到市中心多为连绵不断的高层建筑
社区商业中心形态	在干线公路交汇处，围绕停车场形成的闭合商业中心，建筑多以单层为主	多为住宅裙楼或单体购物中心，受制于空间，以购物中心形态为主；多与交通和其他建筑以空中/地下回廊进行连接
交通	拥有硕大的停车场，靠近干线公路	连接多条地铁线和公交线

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

表 12：香港典型卫星城一览

香港典型卫星城	人口（万）	面积（平方公里）	新城成立时间	大型商业商业中心数
大埔新市镇	32	17	1975	9
屯门新市镇	50	19	1972	9
沙田新市镇	63	36	1973	10
鸭脷洲	9	1.3	1976	5

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

表 13: 香港社区商业完成了由最初小商铺集合体向大型购物中心进化过程

社区商业 业态	香港典型 案例	建立时间	面积 (万平)	特点
社区商业 中心	深水埗南 山商场	1977 年	0.6	商场地下设有提供商超、生鲜的铺位，平台店铺经营零售、便利店和餐饮以吸引客源。南山广场位于停车场旁，附近有地铁和公交站，另外有盖行人天桥与附近居民区连接。
超社区购 物中心	黄埔新天 地	2000 年后	14	是全港最大型的购物、美食及娱乐中心之一，有多个设计独特的主题商场组成。以 JUSCO 百货、百佳超市作为主力店，蔡澜美食坊作为次主力店；业态非常齐全，集购物、娱乐、餐饮、休闲等。

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

(三) 东亚模式社区商业将成为中国城镇化零售终端扩展主流

人均GDP超3000美元被普遍认为是一个城市由极化效应向发挥扩散效应转变的开端。但在中国中央集权社会形式所带来的政治、经济、医疗、教育、文化资源高度向北京/省会/一线城市集中的大趋势下，中国城市化扩散效应将主要体现在人口持续向北、上、广、深一线城市以及数十个二线城市集中，以围绕核心城市以大量卫星城形式向外发散，将为社区商业提供大量新业态布点机遇。卫星城模式在北、上、广、深在2000年左右人均GDP超3000美元后已经表现的非常明显。

北京回龙观是中国目前典型的现代卫星城。回龙观位于昌平区东南部，在北五环和六环之间，离市中心20公里。回龙观始建于2000年，是亚洲最大的经济适用房小区，建面超850万平，目前常驻民超过30万。目前有两条高速、三条地铁经过回龙观，加上大量公交线，为居民每日来回北京市区服务。但回龙观目前并没有培育出本地就业岗位，大多数居民还在北京工作，因此又被称为“睡城”，这也是中国大部分卫星城的写照。回龙观社区商业发展较为完善：目前拥有华联商厦回龙观两家门店、龙旗购物中心、永旺国际商城、上品折扣五家百货/购物中心，商业部分建筑面积超15万平；同时拥有数十家大型连锁超市。

图32: 回龙观离北京市中心20公里



图33: 回龙观现代社区购物中心有待升级



数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

目前新一代卫星城正在规划中大量出现，以成都卫星城最为典型：在万通地产和芝加哥建筑设计事务所AS+GG共同策划下，一座离成都市区16公里，占地面积1.3平方公里，密度为城区20倍，最高塔楼达400米的卫星城正在论证和动工中。高密度可以让卫星城保留近2平方公里的绿地，以可以让8万人在15分钟内到达城市任何地方。新卫星城将与数条地铁和公交系统相连接，交通更方便、更多绿地、更环保。卫星城高密度化、小型化也将为社区零售提供更多布点空间。随着居民收入的提高，回龙观也有望产生更大型、业态更全的超社区购物中心，以及其他专业零售业态。

图34: 成都卫星城将采用地面绿地+多层交通/购物形式

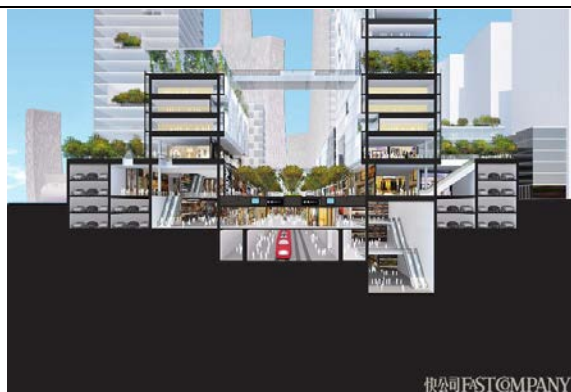


图35: 超高密度卫星城将可以保留大量外围绿地



数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

目前北京错开市区主力商圈（王府井、西单、国贸、五棵松、金融街、中关村、朝外、朝青），并已经培育出较大型社区商业的居民区近30个。按此粗略估算，**全国4座一线城市（30座卫星城/居民区）、36座二线城市（10座卫星城/居民区）、108座三线城市（5座卫星城/居民区）**预计将产生**超过1000座卫星城**，为社区商业提供了充分的发展空间。

图36: 北京城区典型居民密集社区与主力商圈错开, 社区零售大有可为 (大部分居民区/卫星城不在地图范围内; 带上品折扣标志的为上品折扣在市区门店)



数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

表 14: 北京 8 大主力商圈/26 个典型社区商圈汇总

北京主力商圈		
商圈	主力百货/购物中心	面积 (万平)
王府井商圈	王府井百货大楼、东安市场、APM、新燕莎金街购物广场、东方新天地、东华金街购物中心、晨曦百货、好友世界商场、澳门中心商场、乐天银泰百货、淘汇新天地、上品折扣	56
西单商圈	西单文化广场、汉光百货、君太百货、时代广场、西单大悦城、西单商场、西单购物中心、老佛爷百货、西单新一代商城	45
国贸-建国路大街沿线	国贸商城、北京银泰中心、北京赛特购物中心、新光天地、华贸购物中心、北京友谊商店、恒基燕莎百货、中粮广场购物中心、贵友大厦、中海广场、嘉里商场、财富汇、万达广场、耀莱新天地	59
五棵松-公主坟	城乡贸易中心、翠微商厦、翠微广场购物中心、凯德晶品购物中心、卓展购物中心、上品折扣	30
金融街商圈	百盛购物中心、金融街购物中心、万通新世界	13
中关村商圈	欧美汇购物中心、新中关村购物中心、中关村广场购物中心、津乐汇时尚百货、上品折扣	34
朝青商圈	朝阳大悦城、新城市广场、西单商场十里堡店、汇雅新天地韩国百货、卜蜂莲花购物中心石佛营店、活力东方 OUTLET 购物广场	20
朝外商圈	悠唐购物中心、世茂天阶、桥福芳草地购物中心、世界城、丰联广场、蓝岛大厦、太古里、三里屯 SOHO、世茂百货、上品折扣	43
北京社区商圈		
商圈	主力百货/购物中心	居民量 级 (万)
鲁谷社区	石景山万达广场、石景山华联商厦、新光百货、百汇商城、盛景国际广场	10
四季青-万柳社区	金源时代购物中心 (建筑面积 68 万平方米, 营业面积 38 万平方米, 燕莎 MALL、贵友大厦) 和金四季购物中心 (建筑面积 13.2 万平方米, 营业面积 5.5 万平方米)、北京华联万柳购物中心	65
方庄社区	方庄购物中心	10
亚奥社区	北辰购物中心、万隆商场、新奥购物中心、天虹百货、未来广场购物中心、北辰时代名门百货、华堂商场亚运村店	20
天通苑社区	明珠百货、龙德广场/翠微百货龙德店、西单商场天通苑购物中心	50
上地社区	华润五彩城、清河百货商场	10
望京社区	望京城、望京休闲广场、新一城、乐客安商城、方恒购物购物中心、望京国际商业中心、旺角购物广场、望京韩国城、中福百货	40
双井-劲松社区	北京富力广场购物中心、星尚购物、汉华购物中心、美罗城/百盛、燕莎奥特莱斯购物中心	20
当代社区	当代商城、双安商场、金五星购物广场、大钟寺中坤广场	10
崇文门社区	新世界百货、国瑞购物中心、广德时尚购物街、搜秀城	10
亮马桥-三元桥社区	燕莎友谊商城、都汇天地购物中心、凤凰汇购物中心、比如世界购物中心、百盛太阳宫店、爱琴海购物中心、天虹百货、燕丰商场	10
东直门社区	银座商城、东华广场、来福士广场、万国城 MONA 购物中心	10
首体社区	上品折扣	10
三里河社区	万方西单商场/上品折扣、长安商场、复兴商业城	10

来广营社区	望京华彩商业中心、上品折扣、六佰本	10
草桥社区	上品折扣草桥 MALL	10
回龙观社区	华联商厦回龙观店、龙旗购物中心、永旺国际商城、上品折扣	30
黄村社区	星城商厦、王府井百货大兴店	10
亦庄社区	无	10
通州社区	国泰百货通州店、永湖商业广场、西马庄商场、通州贵友大厦	20
良乡社区	良辰百货、都市百货、美奥购物中心、华冠购物中心、房山商业大楼良乡商场、国泰百货良乡店	10
门头沟门城社区	星座新桥商厦、美邦商厦、金春时代广场	10
昌平区昌平镇社区	华联商厦、新昌百商场、环北商贸中心、阳光商厦、国泰百货昌平店	20
延庆县延庆镇社区	金锣湾商业中心、延庆人民商场	10
密云县密云镇社区	国泰百货密云店、瑞嘉商场、燕泰奉商场	10
顺义区顺义镇社区	京汉生活广场、新世纪百货顺义店、博联时代广场、国泰谊宾商城、春峰大卖场	20

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

快速扩张的卫星城对社区商业便利性、消费理性化（社区零售主要针对居民日常生活消费，理性消费成为社区零售主流定位）与折扣百货连锁的核心经营思想（便捷地为本地消费者提供时尚、高质量、高性价比、深度折扣的服装）完全吻合，社区商业大潮的来临将助推折扣连锁百货巨头的产生与快速成长。

三、从行业标杆上品折扣展望中国折扣连锁百货市场

随着消费理性化、品牌资本化+弱势品牌对渠道控制减弱以及社区商业的兴起，定位于社区的折扣连锁百货将迎来快速发展。目前国内折扣连锁百货行业有竞争力的企业只有两家：定位于社区折扣连锁百货的上品折扣，以及线上折扣百货唯品会。本文将主要以上品折扣的竞争优势来展望折扣连锁百货在中国的发展前景。

上品折扣是中国第一家定位社区的折扣连锁百货（仍是第一家折扣连锁百货），也是第一家完成单品管理、实现线上线下一体化的百货，在折扣零售、单品管理、全渠道转型上开创了中国百货业的先河。上品折扣成立于2000年7月，截至2014上半年共有11家门店，其中10家都在北京，目前公司员工超700人，管理导购队伍超6000人，自成立以来连续保持2位数销售增速，我们预计其13年销售收入在20-30亿之间，盈利能力与优秀大卖场水平相近（毛利率预计18%-20%，净利率预计4%-6%）。

上品折扣从2008年开始实施单品管理系统改造，2009年开始全面对接线上平台，2012年开始上线SAP系统，目前单品管理和全渠道融合已经做到国内实体百货的绝对领先水平。由于商品管理和全渠道基础架构已基本建设完毕，同时折扣零售在渠道疲软、多渠道对品牌冲击不断加深下快速发展，公司2013年决定从较为稳健的经营策略向抓住行业爆发机遇进行快速扩张策略转变，预计13-16年是公司跨越式发展期。预计公司将在北京内/外快速展店，实现一、二、三线城市全网络布局，同时通过大力发展全渠道来实现线上线下协同高速发展。强大的商品经营和全供应链控制能力、针对社区中产阶级的精准定位、全渠道融合上全面领先三大壁垒让上品折扣享受折扣零售、社区商业、全渠道三大红利，有望成为中国未来折扣连锁百货龙头之一，同时为线下实体零售定位、商品经营、全渠道转型提供了优秀的追赶标杆。

图37: 上品折扣LOGO和典型门店外观

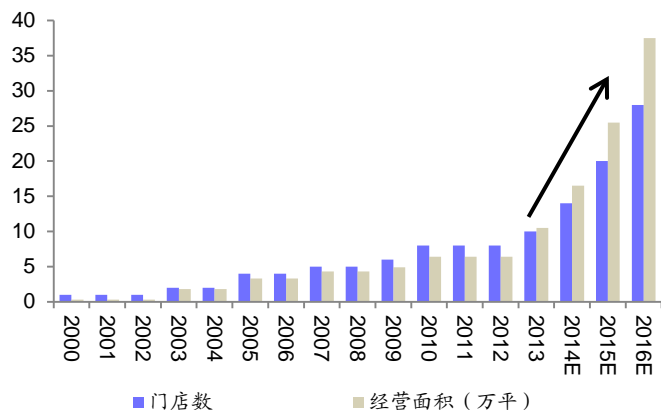


数据来源: 广发证券发展研究中心根据网上资料整理

图38: 上品折扣典型店内景观: 装修简洁、货品密集

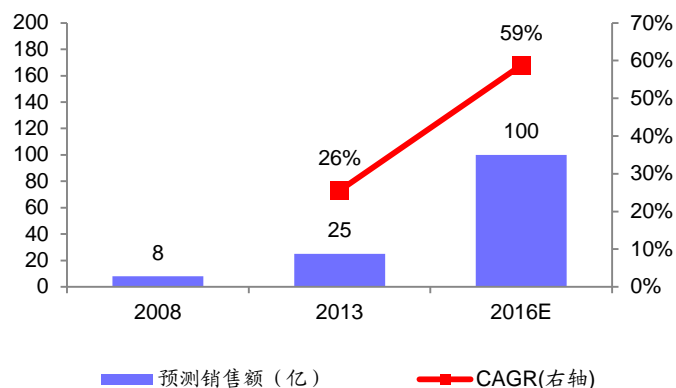


图39: 预计上品折扣将从13年开始加速开店



数据来源: 广发证券发展研究中心零售团队根据网上资料整理、预测

图40: 公司收入预计随加速开店而快速增长



(一) 商品经营和全供应链控制能力让折扣连锁牢牢控制商品价值链

零售的本质在于经营商品, 即在最适合的时间、地点、价格、方式满足消费者的需求。对于折扣连锁而言, 核心竞争力除了商品经营外, 更需要根据消费者的需求在品牌全供应链中寻找最优化的采购条件, 这也是TJX、Ross等折扣零售巨头反复强调的机会购买能力 (Opportunistic Buying)。商品经营和全渠道控制能力需要企业在行业理解、商品管理、商品/消费者数据搜集、供应商关系、采购/买手团队上做非常深的积累, 因此而形成的壁垒亦非常明显。美国目前规模最大的TJX和Ross成长性和盈利能力亦明显优于同业, 体现了较强的龙头竞争壁垒。

表 15: TJX、Ross 收入规模、成长性、盈利能力明显强于其他折扣零售企业, 体现了较强的龙头竞争壁垒

	TJX	Ross	Kohl's	Stein Mart	Cititrend	Burlington
04-13 收入 CAGR	7.5%	10.1%	6.4%	-0.7%	14.7%	6.4%
04-13 平均同店增速	3.1%	3.7%	0.8%	-0.9%	1.2%	1.6%
04-13 门店 CAGR	4.4%	8.4%	7.5%	0.1%	9.7%	4.2%
13 年销售规模 (亿美元)	274	102	190	13	6	53
美国市场份额 (估算)	24%	9%	17%	1%	1%	4%
13 年门店数	3215	1276	1158	264	505	521

13 年毛利率	28.5%	28.0%	36.5%	29.1%	36.6%	39.6%
13 年净利率	7.8%	8.2%	4.7%	2.0%	0.1%	0.4%

注：Burlington 收入 CAGR、平均同店增速、门店 CAGR 数据时间区间为 2010-2013 年。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心零售团队预测

上品折扣是目前国内商品经营和全供应链控制能力最优秀的百货，出色的内功让其体现出极强的竞争力：（1）商品快速迭代：现场所有货架都是可移动的，新品到店1-4小时内即可上架销售，商品销售周期多在1-3个月以内，周转率高；（2）展店与培育速度快：统一招商下店员有统一培训计划，开店时直接调拨上岗；商家直接由公司根据地方消费需求派驻，装修简洁，租赁为主，筹备期可缩短至3个月；培育期平均不到1年；（3）平效高，同店增长高：主力店中关村店、五棵松店、王府井/首体店平效分别超6、5、7万；通过货品持续调整，成熟大店同店增长保持2位数。

跟美国百货通过大量优质买手对顾客需求进行敏锐判断后从世界范围内采购不同，中国优秀的买手资源极少，但中国目前拥有大量上游厂商/品牌商所组成的供应链体系。具备商品/品牌快速迭代能力在目前突出竞争力上先的更加重要：中国上游拥有大量没有中断渠道、具备快速迭代能力的生产商，只要有销货渠道就可以有不断迭代的货品和品牌。上品折扣最快可以在1天内完成商品/品牌迭代，销售不好的品牌可以马上缩小货架数并快速完成品牌迭代。在消费者需求无法精准把握前（服装有1/3的货品基本上无法预知销量），快速完成商品/品牌迭代就显得非常重要。

表 16：上品折扣在商品经营为核心的竞争优势让其在商品迭代速度、快速低成本展店、同店增长、平效上优势明显

	上品折扣	国内传统百货
核心竞争力	以商品经营为核心，紧抓折扣零售、社区商业、全渠道三大蓝海	大多以地段为核心的联营模式，正积极向购物中心/奥特莱斯业态、商品经营、全渠道转型
商品快速迭代	单品销售周期都极短（一般 1-3 个月以内），迭代速度远快于传统百货	商品销售周期较长，最短起码都在 3-6 个月
低成本快速展店，培育期短	门店多在远离核心商业区，租金低，小面积、装修简洁，单店开业成本 2、3 千万（分 2 年支出），3 个月即可开出新店（统一招商下店员不需要重新培训，直接上岗）	好地段、大面积、装修要求高、投入大、开店筹备期大多 1 年以上，培育期大多 2-3 年以上
高同店增长	大型门店 10%以上	国内 7 家百货龙头平均 4%
高平效	6 万人民币以上	国内 7 家百货龙头平均 1.5 万人民币

注：上品折扣数据为广发证券零售团队根据公开信息估算值；经营数据为2013年数据。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心零售团队预测

图41：上品折扣同店增速优于百货，与美国趋势一致

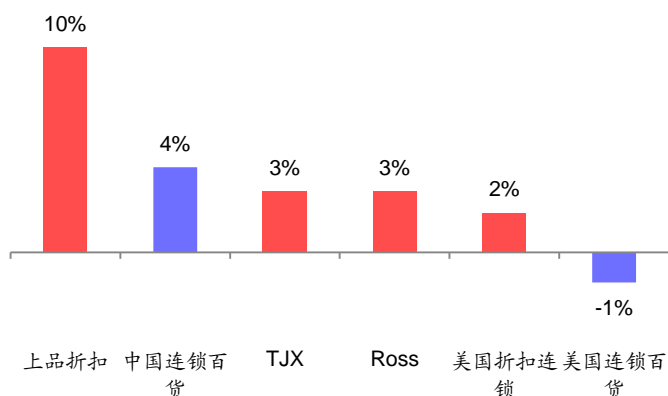
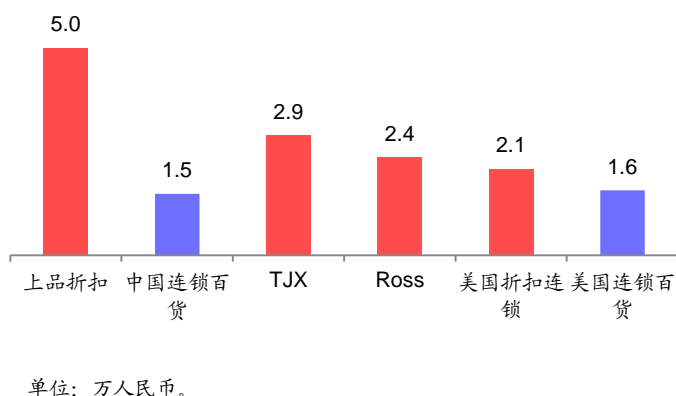


图42：上品折扣平效优于百货，与美国趋势一致



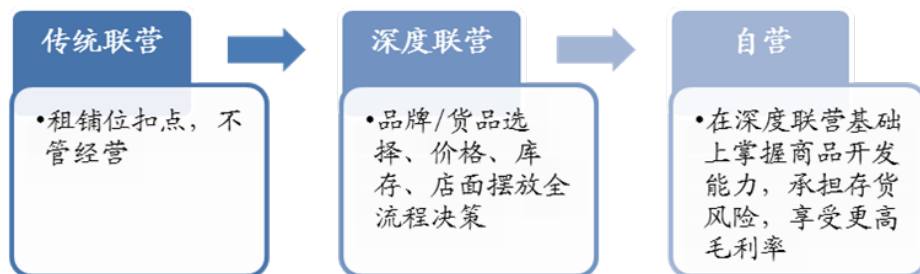
注：上品折扣为广发证券零售团队根据公开信息估算值；2013年数据，行业取算术平均值；中国百货连锁包括王府井、新世界、茂业国际、金鹰商贸、百盛集团、银泰商业、华地国际；美国折扣连锁包括TJX、Ross、Kohl's、Stein Mart、Citi Trend、Burlington；美国连锁百货包括Macy's、Nordstrom、JC Penney、Sears。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心零售团队预测

上品折扣商品经营完成了从传统联营向以统采为基础深度联营的转变：传统以联营为核心的管理模式永远做不到商品供给和消费者需求之间精准的匹配和快速的信息传导。向商品经营改革的唯一方法是需要把品牌和消费者拉近，尽可能缩短供应链，**核心就是通过商品数据化，将产品和需求对接。**上品折扣目前虽然仍以联营为主（联营占比90%，公司会把销量较好的货品拿来自营），但通过集中采购、连锁管理、门店个性经营的方针，**包括品牌/货品选择、价格、库存、店面摆放在内整个销售模式都由上品折扣主导，除没有商品开发能力、没承担库存风险外（毛利率也相对降低）基本达到跟自营相近的模式。**

上品折扣也在逐步从深度联营向自营/自有品牌尝试：一是从2010年开始，通过数据分析，尝试跟PATTY、卡曼尼等知名大众品牌合作，通过简化设计来降低制作成本，推出针对上品折扣的大众化定制商品。未来还将继续尝试标准化程度较高的男士衬衫、羊绒产品等，**尝试通过定制上品的形式为消费者提供低价的最新时尚款式。**二是通过快速发展的线上平台闪购频道来加大自采比例，预计上品折扣毛利率将随着自营/自有品牌比例的提升而有较大幅度的提升。

图43：上品折扣完成了从传统联营到深度联营关键一步，正逐步向自营过度



数据来源：广发证券发展研究中心

上品折扣从传统联营成功转向深度联营、练就出色的商品管理和全供应链控制能力、进一步把握用户、把握全渠道，都离不开其成功开发的全国百货首套单品管

理系统，上品折扣也是目前国内唯一一家实现100%单品管理的百货。上品折扣目前全套经营流程都是围绕单品管理数据库展开的：

（1）商品进出库流程由品牌导购完成。超过6000名导购每人手上会有一台上品折扣自己改装的ShopinPAD（平板电脑），通过店内WIFI与总部数据库相连。商品入库时，导购需要把每件商品的品牌、款式、颜色、大小、其他备注等逐件输入到数据库内；销售时直接从ShopinPAD扣减，不在数据库内的商品无法流转和结算。

（2）客户在店内购物时会收到一张RFID卡（也是会员卡），导购将RFID卡插在ShopinPAD上记录客户挑选的商品，客户结算时既可以拿着RFID卡到前台结账，也可以在导购ShopinPAD上直接生成支付宝/微信支付二维码进行直接支付。支付完成后亦可以选择直接提货或者将货品寄送到指定地点，全程实现无纸化。同时顾客还可以在ShopinPAD上查询到不同门店存货、客户服务、向上品折扣投诉等功能，未来更多针对消费者的个性化定制功能可以非常方便地在ShopinPAD上进行添加。

（3）上品折扣线上线下仓储已经实现一体化：在线上或移动端订单生成时，货品会通过最优化算法在特定门店导购ShopinPAD上出货，然后货品将被分拣至电商配送序列，等待配送车辆来门店收货（本段第三小节会详细介绍）。

（4）供应商通过后台系统可以实时监测每家门店每件商品的实时销售情况，方便补货和调整。

（5）上品折扣可以实时监测每一款单品销售信息，做到实时价格、销量掌控，是商品经营、全供应链控制、全渠道销售的基础。

图44：上品折扣从商品经营、全供应链控制、到全渠道融合都以具备强大经营分析能力的单品管理系统为中心



数据来源：广发证券发展研究中心

图45: ShoppinPAD是上品折扣单品管理核心终端，入库/出库/消费者购买开票/定制功能都通过PAD完成



图46: RFID卡（也是会员卡）是消费者购买、定位、信息记录的统一标识



数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

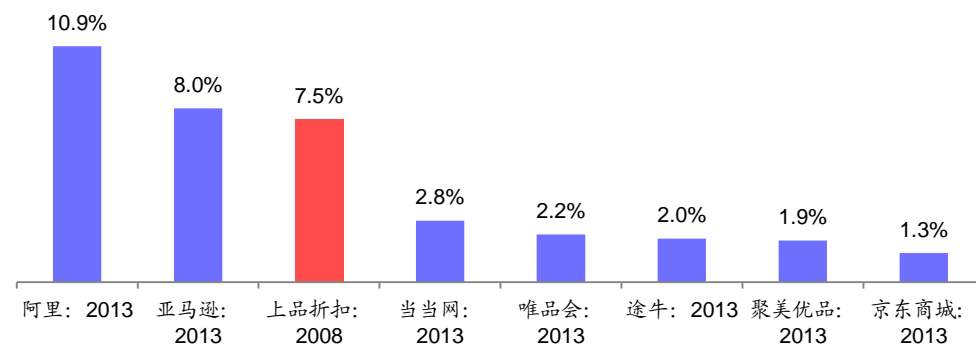
上品折扣在实施单品管理的过程中投入了非常多的资源，管理架构和员工团队也因此做了较大调整。总结下来，上品折扣单品管理改革成功的核心因素在于股东/领导层对行业趋势前瞻性判断下对商品经营改革必要性的认识，以及承受业务思维、组织架构、员工团队、执行能力调整和业绩波动的魄力。

上品折扣从2008年开始做单品管理系统，用1年多时间开发调试后于2009年初步上线。上品折扣当时是中国第一家做单品管理系统的百货（现在也是），完全靠自身技术、电子商务、实体运营人才共同探索而成。公司当时做单品管理优势有二：一是大股东/CEO对实施单品管理以提升商品经营能力的大力支持。当时计划刚提出时除了CEO外所有高管都反对，在CEO的坚持下还是完成了变革。二是上品折扣当时只有集中在北京5家门店，8亿收入，SKU相对较少，调整起来相对比较方便。

商品管理改造实施过程中最大的困难也是集中在两点上：一是对行业理解、业务思维、组织架构和执行能力的大幅调整。以商品经营为核心的单品管理体系与传统百货联营模式有本质区别，前者要求对行业趋势和货品供求有本质、深入的了解，同时单品管理上线后所带来的数字化管理和操作也对员工执行能力有非常高的要求。因此上品折扣在单品管理以及后面全渠道转型过程中，管理层和一线员工出现了较大规模的更替，大量高质量新员工的加入将公司整个运营水平提高了一个台阶，目前管理层年轻化率已达80%。二是单品管理系统单笔投入非常大，我们测算2008年单品管理系统开发就用了5、6千万，2012年与SAP合作时开支也达数千万。这需要公司领导层和股东有魄力、有决心接受大规模升级开支和调整过程中所带来的业绩下滑。

在单品管理系统完成后，公司从2012年开始继续投入千万元与SAP合作改造数据系统，通过一年半时间把高管人才、数据库、供应链、品牌、终端等各方面做了全面梳理，进而形成两个突破：一是全实现线上线下库存管理同步和门店与仓库协同，为全渠道业务深化打下坚实基础；二是借鉴欧美买手制度重新设计了采购、选品、货品管理系统。整个改造花费了一年半时间，对运营团队也做了大幅调整，SAP已经把上品折扣项目列为亚洲零售灯塔塔客户。截至目前我们预测上品折扣在技术系统上的投入已接近一个亿，在开发周期内费用率在电商中也处于较高水平。

图47：上品折扣单品管理开发投入期费用率位于电商较高水平



注：上品折扣数据为广发证券发展研究中心零售团队根据公开资料测算值。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

结合单品管理系统，上品折扣目前商品运营竞争力集中体现在商品经营精细化、联营商家管理全面化已经门店选品/摆设优化三个方面：

(1) 在单品管理系统的技术支持下，上品折扣商品规划部建立了甚至比便利店POS销售分析系统更加详细的销售预测指引清单：商品经营部会实时更新一年52周的商品营销计划，每一周的计划都综合了以前的销售数据分析、物价水平变动、市场流行趋势、气候变化、商圈地域的特定需求等综合因素，由此使得该计划可以细到指明某一品类的某一单品、建议价格区间、颜色等具体指标。每一个时点的销售计划初稿都可以在三个月到半年前定下来。

(2) 单品管理系统有效支持上品折扣通过深度联营对商家进行全面管理：上品折扣对场内商品有100%的控制权，除了供应商可以实时查询场内不同单品销售情况外，上品折扣也会经常给予供应商调整建议，帮助品牌实现更好的销售；同时会根据销售排名定时强制淘汰动销率排名靠后的单品/品牌，也会根据销售情况随时调整门店内商品摆放位置（上品折扣所有货架都是可移动的，也没有针对品牌做过度装修）；同时如果出现快要断货的情况，上品折扣也会通知供应商马上补货。体现了上品折扣强调根据消费者需求和流行趋势进行商品快速迭代的核心思想。

(3) 密集调整和展示畅销货品让上品折扣同店维持高增长：上品折扣门店的特点是装修简单、铺货密集。上品折扣在卖场商品、动线布置上设置的核心就是要让消费者更加近距离的接触商品，这直接造就了上品折扣的高平效。在款式方面，上品折扣近年来在逐渐增加新品比例，目前当年款约占30%-40%，和TJX水平相近。而且目前品牌商谈判能力较弱，上品折扣基本上可以以帮助去库存为条件而拿到部分新货。公司通过给予单品管理系统数据分析来不断寻找当季、热销、深度折扣的商品来持续维持高同店增长。

图48: 上品折扣才有密集堆放货架, 让消费者更近地接触到更多货品



图49: 传统百货公司货品摆放更宽敞, 注重专柜的装修与体验



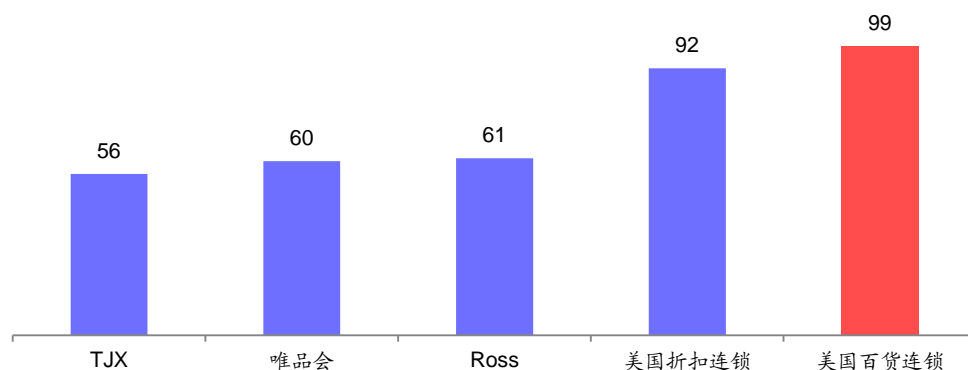
数据来源: 广发证券发展研究中心根据网上资料整理

另外, 上品折扣核心竞争力还体现在全供应链控制上: (1) 品牌商直采比例高, 同时采购渠道多, 供应商进场条件优厚, 与供应商关系紧密, 掌握定价权; (2) 优质买手数量多, 掌握顾客喜好变化, 掌握货品在全供应链中供需情况, 能以最优惠价格进行采购; (3) 季前、当季、季后均能采购到优质折扣货品, 也战略性购入季前货品囤至季后折扣销售 (此类货品当季正价)。

上品折扣建立了中央采购体系后对全供应链控制有了本质的提升。在集采方面, 上品折扣在北京厂商/一级代理采购占比已达80%左右, 目前采购中心共有1000多个品牌, 2000-3000家供应商。

在与品牌商合作上, 由于上品折扣定位于高周转的社区百货, 与中心商业区品牌展示店形成错层, 让品牌商愿意将部分新货在上品折扣进行短时间折扣销售。同时上品折扣也在中国百货业率先提出零成本进店的口号, 没有名目繁多的进场费、过节费、促销费等。由于上品折扣采用统一卖场、统一货架, 使得供应商连装修费都节省了, 将原有百货商场中虚高的20%的利润直接让利给消费者。上品折扣还对供应商保证按月结款, 同时对急需资金的供应商可以采取更加灵活的方式结算, 极大减轻了品牌供应商的压力, 从而受到供应商的支持和欢迎。最后, 上品折扣大多于供应商签订供货短期合同, 便于上品折扣根据销售情况对供应商进行灵活调整。

图50: 美国折扣连锁行业只有TJX、Ross周转效率做到极致, 唯品会仍低于TJX



注: 2013年数据, 行业取算术平均值; 美国折扣连锁包括TJX、Ross、Kohl's、Stein Mart、Citi Trend、Burlington; 美国连锁百货包括Macy's、Nordstrom、JC Penney、Sears。

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

在买手发展上，上品折扣集中采购系统就是根据买手模式搭建起来的。但中国目前非常缺乏成熟买手，如果上品折扣成为中国折扣连锁龙头，对成熟买手的需求量可能超过千位。上品折扣目前正是通过自己培养和从其他专业店引入的方式积累买手资源。国际零售龙头从开始做采购供应链管理，到慢慢发展到相当大的规模，都要经过几十年的历练。拥有数百位优质买手可能要花数十年进行一批一批沉淀，在方法论、技术手段、业务手段、流程管理等不断完善优化，才能形成优质、高效的决策能力。

上品折扣这两年投入巨资引入SAP系统目的之一就是要优化和不同供应商的对接。上品折扣走的是全渠道路线，跟传统供应商供货模式有很大区别。我国供应链渠道较为混乱，不同品牌商、供应商货品来源、经营模式、信息化程度都不太一样。对于正在大力推动O2O的品牌商而言，可能对线上/线下产品、产品折扣力度有明显区隔。上品折扣正在争取跟不同信息化水平、线上线下渠道不一致的的供应商/品牌商做好对接，让有区隔的线上/线下产品、折扣力度区隔的产品都可以跟上品折扣无缝对接，提升供应链效率，也加强上品折扣对供应链货品信息的掌控能力。

表17：上品折扣全供应链控制采购策略位于折扣连锁百货一流水平

	上品折扣	唯品会	TJX	Ross	Kohl's	Stein Mart	Citi Trend	Burlington
销售额(亿人民币)	25	105	1700	634	1180	78	39	277
供应商数量	2000	4287	16000	7900		1200	1600	3500
买手数量	30	881	900	450			50	
单位供应商销售(万人民币)	125	245	1063	803		653	241	790
单位买手对应销售额(万人民币)	8333	1192	18891	14095			7715	
采购策略	1. 集中采购，北京品牌/一级代理占80% 2. 高周转社区折扣与正价店错层，可拿到折扣新品 3. 在中国率先实现零成本进店，货款周转快 4. 只签短期供货合同，灵活调整 5. 和商家系统无缝对接，线	1. 根据数据、流行趋势、季节性、反馈决定闪购规模 2. 最多支付15%定金，闪购完成后退货再付款	1. 维持低库存，时刻在库存积压处寻找采购机会 2. 大部分是当季或刚下架货品，也会采购当季货品存储至下季再销售 3. 与供应商联系紧密，采购渠道非常多 4. 对供应商及时付款，不收取广告、促销费用，不需要	1. 每周3-6次新品上架 2. 采购时点晚于正价店以获取更多利润 3. 采购当季货品存储至下季再销售比例高，占库存50% 4. 对供应商及时付款，不收取广告、促销费用，不需要退货条款	70%的商品直接来自厂商，自有品牌占比高 2. 自有/特供品牌占10%，经常找尾货机会 3. 对供应商及时付款，不收取广告、促销费用，不需要退货条款	1. 商品采购能力强，与供应商保持良好关系 2. 自有/特供品牌占10%，经常找尾货机会 3. 对供应商及时付款，不收取广告、促销费用，不需要退货条款	1. 签折扣供货合同，同时采购较晚，积极寻找尾货机会 2. 大部分是当季或刚下架货品，也会采购当季货品存储至下季再销售	采购当季和季前商品

上/线下专供，
不同折扣的货
品不会串货

退货条款

注：上品折扣数据为广发证券零售团队根据公开资料测算值。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

（二）社区定位让折扣连锁分享本地生活商圈的巨大消费潜力

随着定位中产阶级的卫星城快速拓展，定位于社区商业的折扣连锁将享受快速增长的，注重时尚、质量、性价比的中产阶级，同时通过本地数据精细化分析来更好地对消费者做精准推送，持续享受本地生活商圈的巨大消费潜力。

上品折扣目标市场是 25-40岁，工作2-3年，有经济实力、注重时尚和品牌、讲求生活质量、崇尚理性购物的大众消费群体，这部分中产阶级是不断拓展卫星城的主力住户。随着中心城市边界不断拓展，居民出行财务和时间成本越来越高，兼具时尚、品牌、性价比的社区折扣连锁为消费者提供极致便利的购物体验（一般到店时间在20分钟左右），符合本地生活大潮流，上品折扣销售品牌均是当前市场上消费者普遍认可的，在各大主流百货商场或购物中心开有形象专柜或专门店面的品牌。上品折扣新店经营面积多在1.5-2.5万平，可以容纳足够多的SKU（中国货品款式较多），提升聚客能力；上品折扣目前当年款已经站到30%-40%，平均折扣在5-5.5折之间（过季款3-4折，新款6-8折），单件客单价近300元，为消费者持续提供深度折扣的热销品。

表18：上品折扣货品多为时尚主流大众品牌

品类	上品折扣网部分推荐品牌
女装	皮尔卡丹、LINNIE.Z、Hopeshow、百图、阿尤、思蓓尔、ST.SANLI、JIMANNO、B.SIQL、琴玛、huayin、木真了、La Chapelle
女鞋	莱尔斯丹、百思图、天美意、森达、星期六、千佰莉、红蜻蜓、圣大保罗、富贵鸟、TATA、ROCKPORT、鳄鱼恤、沙驰、劳拉、卡曼尼、菲尔图、CROCS、百丽、暇步士
男装	雅戈尔、ROMASTER、吉诺里兹、费尔法特、诗丹贝克、MAUGAN、罗蒙、奥古利奥、凯欧柯曼、恺王、杰思路易、WRC、吉普动感、Lee、波兰兰
男鞋	金利来、ROCKPORT、策乐、皮尔卡丹、富铤、哥雷夫、沙驰、花花公子、红蜻蜓、莱尔斯丹、宾度、梦特娇、富贵鸟、喜来登、CAT、傲士、S&M
运动	爱世克私、NIKE、ADIDAS、李宁、乔丹、kappa、361、匡威、PUMA、纽巴伦、hosa、VANS、竞浪、PAYA、德尔惠、双星、波特、PONY、匹克、特步、保日达
户外	BLACK YAK、探路者、NORTHLAND、Jack Wolfskin、THE NORTH FACE、斯凯乐、KingCamp、凯乐石、哥仑步、邓禄普、Shehe、圣弗莱、Topland
内衣	古今、ELLE、欧迪芬、兰缪、桑扶兰、体会、棉花共和国、芬蝶、安莉芳、夏娃的诱惑、寓美、popling、美国马球协会
儿童	昱璐、菲格咪妮、DISNEY、空中天使、CAMKIDS、IVY HOUSE、Annil、minicar、SNOOPY、小猪班纳、海辰贝贝、JEEP、ABCKIDS、永高人、派克兰帝
箱包配饰	POLO、GZUAN、LAFITE、天堂伞、欧斯卡、kstyle、DIMO、TOSKANY、世凯达、Actionfox、BANDICOOT、GUSTO
家居	SINOMAX、本色人家、富安娜、法尔曼、罗莱家纺、鹏远、Sunnvim、优雅主妇

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

上品折扣锁定注重时尚、质量、性价比的中产阶层的思路与美国折扣百货相一致：欧美折扣连锁核心客群都是有一定购买能力、受良好教育、讲求生活质量，追求时尚，但绝不虚华而注重实惠，会为买到最合算的商品而精打细算的中产阶级。他们是日趋成熟的现代社会中逐渐壮大起来的中间力量和社会构成，是构建和谐、成熟、理性社会的稳定力量和消费中坚。

表19：折扣连锁多锁定注重时尚、质量、性价比的主流中产阶级

折扣连锁百货	核心客群
TJX	25-54 岁、注重时尚、质量、性价比的中上层女性
Ross	18-54 岁、注重时尚、质量、性价比的家庭
Burlington	25-49 岁、受过良好教育、注重时尚、质量、性价比，帮助全家进行采购的女士
Stein Mart	35-55 岁、已婚、受过良好教育、注重时尚、高档、性价比的中上层人群
Citi Trend	注重时尚、性价比的中低收入非裔美国人
上品折扣	25-40 岁，工作 2-3 年，有经济实力、注重时尚和品牌、讲求生活质量、崇尚理性购物的大众消费群体

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心根据网上资料整理

表20：上品折扣门店选址条件完全针对社区商业

选址项目	选址条件
首选物业	商业综合体、购物中心、商业街
人口密度	项目半径 1.5 公里内人偶达 10 万以上，2 公里内常住人口达 12-15 万
交通	临近城市主干道，至少双向四车道，无绿化带、立交桥、河流、山川等名单阻隔；周边人口畅旺，道路与项目衔接顺畅，车辆可顺畅进出停车场
竞争	项目半径 1.5 公里内无经营面积超 5000 平的同类业态；上品折扣店与店直线距离不超 5 公里
经营面积	1.5 到 2.5 万平

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

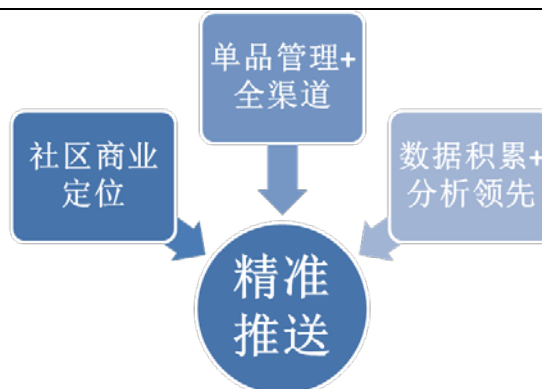
社区商业客流稳定、与消费者连接紧密的特点让上品折扣在精准推送上走的更快更远。上品折扣目前预计有300万以上会员，有30%是每月购买一次或以上的活跃会员。与连锁零售收集消费者数据繁杂、多元相比，社区商业客流更加固定，与消费者更为贴近，消费者光顾的频次更高，因此上品折扣收集的顾客数据也将更具参考价值，更容易在精准推送上走的更快更远。

上品折扣做精准推送有其天然优势：（1）定位社区商业：客户行为数据易于分析、积累；（2）数据分析能力强大：实现单品管理和全渠道打通，完成商品数据分析基础；（3）消费者数据积累设备和分析上领先：上品折扣每位会员购物时都会手持RFID卡（射频识别）。RFID是目前室内定位精度最高、使用成本最低的定位技术。上品折扣已经完成了如何解决让消费者手持RFID信号终端的核心难题（大量使用RFID计数的沃尔玛是通过将RFID标签贴在顾客手机背面来完成的），可以通过ShopinPAD（未来直接通过移动终端）来定位顾客行走动线、品牌偏好、挑选衣服的过程、最后下单所花费的时间。上品折扣目前正在和微软等公司合作开发消费者行为数据捕捉和分析系统，未来希望做到包括消费者过来的方式（开车/地铁/其他）、来自哪个小区、在户外广告牌停留的时间、在店内不同品牌停留的时间、试穿次数等多维度数据。

扎实的内功让上品折扣在精准推送上产生更多的可能性：1）在APP/微信端基于消费者穿着偏好的精准推送；在实体门店导购ShopinPAD内实时显示消费者购物记录分析，以便于导购做更精准的推荐；2）店铺内未来的动线设计、服装陈列以及上品折扣网的新品上架，都可以依靠技术来做到更为精确化；3）对于久看不买的消费者，公司会针对性地给他们推送折扣更大的定时优惠券，以促进他们的购买。最后，上品折扣第一家微信体验店已在2014年4月杭州开业，目前已经开始根据获取到的顾客的消费行为和会员数据在微信端做深度会员管理和会员分级营销的测试。随着门店增加、消费者数据挖掘的不断成熟以及与移动互联网巨头合作的不断深入，上品折扣有望在百货精准推送上领先于行业，让其保持较高的同店增速。

上品折扣也在积极融入到腾讯、阿里及其他本地生活平台中。腾讯和阿里都在通过积极打造本地生活商圈平台来锁定线下入口。作为专业性非常强的社区折扣连锁，上品折扣与移动互联网巨头在本地生活上的合作将让上品折扣最大程度享受到巨头提供的支付/推广等基础服务、消费者行为数据分享、以及本地消费服务闭环，让自身商品、服务上的竞争力更容易让消费者触及，形成协同效应。

图51：社区商业定位、实现单品管理/全渠道、数据积累/分析领先让上品折扣有望在精准推送上领先于行业



数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

（三）全渠道领先推动上品折扣步入移动互联时代，持续高同店增长

跟其他百货独立成立电商部门、商品独立运营不同，上品折扣在建设线上渠道之处就确立了线上线下一体化模式，定位多渠道整合的业态，让消费者感觉不到渠道之间的差别，注重为消费者提供一条有效的购物通路：线上立足于实体店，完全按照价格一体化、库存一体化和服务标准一体化的标准在实施，线上线下SKU重合度超90%（剩下的为供应商线上专供货品），只要线下门店有货，线上就会同步销售。甚至连店庆、活动折扣都实行了完全的同步。特别是上品折扣采购、招商、推广、运营等核心部门都实现了线上线下一体化，让上品折扣在全渠道同步调整时保持高效率。上品折扣目前已经较为成功地解决了线上线下利益分配、库存、门店运营、支付、客服一体化问题，和互联网融合程度跟北美一线零售商水平相当，甚至很多方面还处于领先地位。

表21：上品折扣在库存、营销、支付、利益分配等环节线上线下一体化成效突出

线上线下一体化环节	上品折扣具体实施情况
库存	店仓结合，线上订单直接从线下导购出货，电商团队每日2次收集同城门店货品后集中打包、发货
营销	上品折扣目前主要以线下门店为基础，根据用户到店时间分布利用线上进行交叉销售和推广。在工作日白天和凌晨等门店不营业、或者客流较少的时候，公司会在线上放一些较大的折扣（比如晚上11点到凌晨2点）；在工作日晚间和周末，线上会全力推广让消费者尽量去门店购物。上品折扣并没有在线上进行大规模投放广告，在全渠道整合红利下线上业务一直以盈利发展为目的保持高速增长
支付	上品在2012年支付宝刚推出扫码支付时便与支付宝合作推广，在2013年底又在全部门店开通微信支付业务，是全国拓展移动支付最深入的连锁百货。单从提升支付便利性出发便可以挽回10%-20%的订单损失
利益分配	已经建立较完善的线上订单对应至线下门店和专柜的优化映射，保证效率和公平。电商订单由哪个门店出货销售则记在那个专柜上
服务	上品折扣线上线下服务已统一，任何一个线上或者线下服务人员都对全渠道任何一个环节进行处理、解答

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

上品折扣对线上定位还是基于社区门店，围绕线下来开展业务，满足社区顾客不方便到店时的线上购物需求，以及没有门店覆盖地区的顾客购物需求。实体店对周边区域的电商业务有着很强的辐射作用，有助于公司品牌在全国范围内的建立和提升，同时也有助于实体店的扩张。

上品折扣首创了线上线下一体化门店仓模式，大幅提高了全渠道销售效率，降低成本：上品折扣每家门店都是店仓结合，除闪购（闪购用电商专用仓）外线上每款商品全部来源于实体卖场。线上生成订单后库存直接从实体店导购ShopinPAD里扣减，然后捡货员把货品拿至电商临时仓。在店内购物要求物流发货的商品也会被同时分拣至电商临时仓。配送团队以每天2次的频率在同城门店收货至电商中转仓（北京在来广营店），然后由中转仓统一打包发货（以城市为界统一发货），大幅降低仓储配送成本。

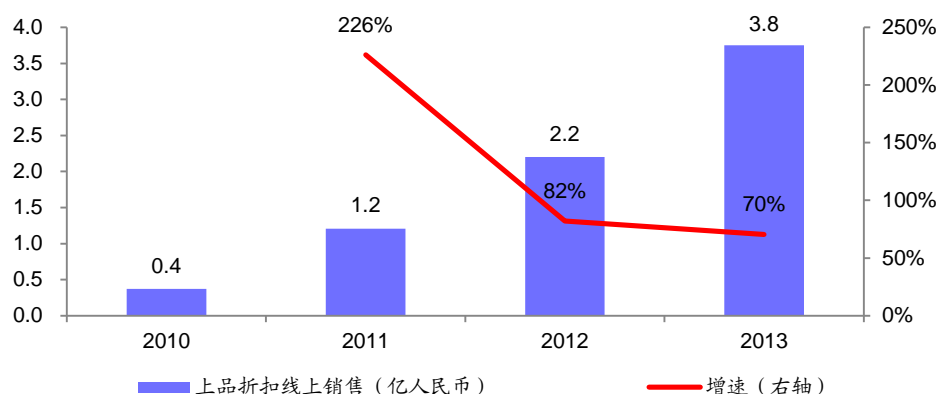
图52：上品折扣线上线下库存一体化实施效果较好



数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

上品折扣在2009年初步上线单品管理系统后即上线了网上商城，到2010年网上商城既可以与所有门店库存联动。同时，“闪购”模式在线上占比也在持续扩大，上品折扣也借此加大自采比例（货品先进入电商专用仓，先进行线上销售，然后再把剩余库存分配到各个门店），让商品快进快出，提高周转效率和售罄率。2012年线上销售已超2亿，目前线上销售占比约10%-15%，从2011年开始新店线上销售占比基本达30%。公司希望通过通过实体门店、线上、移动端、DM、电视购物甚至呼叫中心多个渠道发展，线下实体以外渠道够占到公司营收30%以上的目标，达到欧美零售领先水平。

图53: 上品折扣线上业务快速增长



数据来源: 广发证券发展研究中心根据晚上公开资料测算

上品折扣移动端APP还在测试中, 力求一旦推出就要给客户最好的体验。目前移动端还是以2014年4月杭州体验店的微信终端为主。相比PC, 移动终端可展示的产品要少而精, 未来移动客户端将会成为产品精选店, 以展示应季热销品类和商品为主, 并且通过精准选品和数据分析, 针对每个用户的购物记录和浏览习惯进行个性化推送, 实现移动终端“千人千面”的商品展示。从14年下半年开始, 上品折扣会逐渐在手机端做一些功能性的服务, 比如说现在试运营中的微秒杀。同时将逐渐把实体门店RFID卡购物数据与线上相连, 形成线上线下一体化的购物车, 用户在实体店收藏后, 可以等到折扣、上新品、或者让别人评论后再在线上/线下完成购买, 让一次购物变成多次购物。同时上品折扣也在逐渐将旧的实体会员电子化, 之后就可以实现线上线下积分一体化, 同时可以对消费者做更精确的分析, 看看销售到底是一次、二次、三次、四次等购买, 多次购买的话是不是可以提供更都的折扣和更好的服务。在移动互联时代, 上品折扣将围绕商品信息获取、购物决策、支付、物流配送等整个购物流程来设计触点, 尽力优化提升每个环节的体验。

杭州微信全渠道体验店是目前腾讯与线下百货合作最深入的案例, 微信尝试将消费者从关注、进店、购物、支付、分享全流程链接起来, 实现与消费者的全面互动(其他实体零售合作目前仍以支付和推广为主)。目前已经可以做到在实体店选择商品暂存在购物车, 回家后与家属商量后再做决定是否进行支付购买, 然后商店再进行商品配送。同时, 顾客可以通过手机端进行消费, 而不需要到实体店。

微信与上品折扣进行深入合作主要因为上品折扣有出色的单品管理和数据分析系统, 可以与微信做到匹配(特别是在商品层面), 微信上的很多线上推广、交互都可以比较方便地应用到上品折扣门店中来, 比如现在做的“整点微秒杀”活动。微信目前对上品折扣的主要帮助集中在技术支持、O2O购物全流程体验改善和线上产品推广上。上品折扣主要负责货品的运营, 而微信更加强调交互体验、分享。微信端客户行为数据微信会回传给上品折扣, 帮助上品折扣更好地了解消费者。

表22: 上品折扣杭州微信体验店营销以及支付购买活动一览

活动类型	具体方案
微信营销活动	引流部分: 5月1日-2日, 滴滴打的“2000”个红包活动, 凡是打滴滴过来的用户, 车费全报, 最高100元封顶, 每人仅限一次
	引导部分: 微信扫二维码, 即可领325ml可乐一罐, 主要是为了引导成为微信支付客户, 便于购物订单支付

支付+体验
流程

优惠部分：微信支付立减 10 元，主要是便于引导用户通过微信支付购买商品

上网流程：通过连接 WIFI 网络进入登录页面，点击登录按钮，会有 15 秒的动态广告

注册流程：通过扫描二维码，到支付流程获悉不是会员，需要输入手机号获取验证码，然后输入验证码，实现用户的关注和会员注册

支付流程：通过店员 PAD 生成微信二维码，用户扫二维码进入支付页面，当微信支付成功会享受 50 元减 10 元的优惠，最后生成交易成功的订单二维码，可以直接去店员领取产品

营销活动流程：通过扫描活动二维码，进入支付页面，支付后再点击，就显示已经购买产品，可以直接进入商城

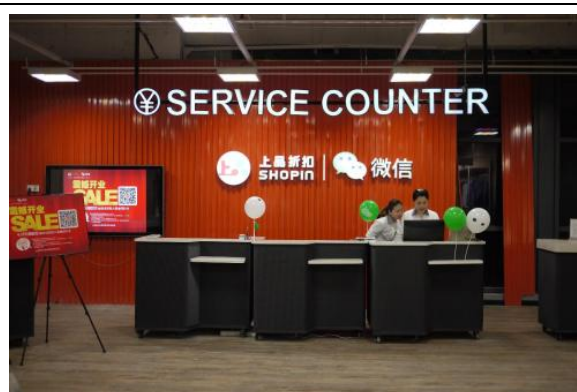
数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

图54：上品折扣杭州体验店外微信LOGO清晰



数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

图55：上品折扣微信体验店服务/支付柜台



四、行业展望与投资建议:拥抱全渠道社区折扣新蓝海

（一）社区折扣连锁壁垒明显，全渠道折扣线下是主战场

社区商业带来的极致便利+高效精准推送、服装品类自身高体验和交互要求、全渠道高效联动推广让全渠道时代社区折扣连锁针对线上壁垒明显：

（1）社区商业属性带来超越电商的极致便利、以及更高效的精准推送积累：社区商业辐射区居民到店时间基本在30分钟以内，而目前唯品会等线上折扣平台配送时间起码要在2-3天以上。对于上品折扣辐射到的社区而言，其便利性要远高于线上折扣平台。另一方面，由于社区顾客的固定性，社区折扣连锁在不同门店的品类展示和精准营销会比线上平台更有针对性，可以有效增强聚客能力和同店增长。

（2）服装鞋帽箱包体验、交互溢价增强客户粘性：服装、鞋帽、箱包品类对试穿、体验、以及与导购交互要求更高，折扣连锁百货因此对线上享有更高的壁垒。

（3）全渠道成功融合让折扣连锁百货超越线上平台：对于向基本完成全渠道融合的上品折扣来说，针对门店附近社区高效的线上线下联动推广与销售会带来远高于纯线上平台的聚客能力。

供应链冗长带来高价加率让商品严重偏离内含价值，以及终端严重匮乏是中国服装类电商迅猛发展的根本原因。像上品折扣一样拥有极强的商品经营和全供应链

控制能力、定位社区、全渠道领先的新一代折扣连锁百货对纯线上折扣平台优势明显。但由于我国目前尚无成熟的社区折扣连锁龙头（有竞争力的折扣连锁百货只有上品折扣，但规模较小），唯品会等线上折扣平台仍将享有巨大的发展空间。但随着折扣连锁百货不断出现和整合，全渠道社区折扣连锁龙头最终将成为折扣零售行业的核心参与者。

表23：唯品会配送时间多在2-3天以上

城市	市中心区	配送天数
北京市	东城区	2~3 天
天津市	河东区	2~3 天
上海市	卢湾区	2~3 天
广州市	天河区	2~3 天
深圳市	福田区	2~3 天
杭州市	西湖区	3~4 天
南京市	玄武区	4~5 天

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上资料整理

（二）折扣连锁龙头展望：专业兼并收购+线上巨头下沉加速龙头扩张

由于传统百货商品经营改革之路较为漫长（下一节有论述），而且目前也没有出现明确向折扣连锁定位进行转型的百货，我们判断未来中国折扣连锁百货龙头出现方式有二：一是具备较强竞争力的折扣连锁百货借助专业资本力量进行并购扩张：像上品折扣这类具备了较强竞争力、但收入规模较小的社区折扣连锁企业，需要有专门针对终端零售行业的并购基金协助其通过并购连锁终端的方式进行快速扩张。在并购整合过程中，折扣连锁企业主要专注于保留被并购企业有价值的门店和骨干队伍，并将自身先进的管理和运营体系融入到新店，其余融资、非主业资产剥离等工作须由并购基金完成。但我国目前尚无针对于零售终端行业的并购基金，单靠零售企业本身和其余产业基金会极大地影响行业整合进度和整合效果。

二是由线上巨头下沉来形成新的折扣连锁龙头：在本地生活和全渠道浪潮中，线上巨头都在加速往线下实体入口渗透以加快从线上来实现全渠道融合。2014年阿里入股银泰商业、腾讯入股华南城、京东万家便利店计划正式拉开了线上巨头下沉的大幕。预计拥有服装折扣业务的线上巨头很有可能通过强大的资本对线下进行渗透，形成折扣连锁龙头新一极。

（三）百货存量博弈中寻找蓝海：定位+商品经营能力+机制革新为核心

随着中国消费增长持续放缓（预计14-16年社零增速中枢在10%附近，剔除汽车及其零部件后社零增速还将下降），国内百货龙头纷纷进行调整、突围，以求在存量博弈的市场内寻找新蓝海。国内百货企业目前转型定位主要有两个方向：一是以购物中心、奥特莱斯为代表的商业地产运营：国内转型较为积极的百货几乎100%都提出要向购物中心转型，统计样本中进军奥特莱斯的百货占比也超过40%。向购物中心、奥特莱斯转型本质上还是延续了联营扣点中地产业务运营的思路，对于传统百货而言是更容易触及、对自身冲击减至最小的被动转型之路。但通过向购物中心、

奥特莱斯转型而让公司业绩重新大幅加速还需克服以下两个问题：（1）购物中心/奥特莱斯对选址、招商、运营要求极高：购物中心和奥特莱斯业态是典型的精细化、专业化商业地产运营业态。参考美国可见购物中心和奥特莱斯都有与零售端分离的专业地产开发运营信托进行管理，体现了对商业物业运营的极高要求。传统百货的核心竞争力主要体现在选址和招商上，对商业物业运营经验和能力积累还有待观察（运营能力占商业物业成功因素超过50%），而且大部分传统百货现有物业面积和结构注定了其是不适合做购物中心的，传统百货在购物中心/奥特莱斯运营上的具体成效仍有待观察。（2）购物中心/奥特莱斯未来3年内将快速饱和：根据公开数据，目前我国购物中心超过3000座，加上再建的项目未来高线城市购物中心会迅速饱和。同时，我国目前大型奥特莱斯数量已经接近100座，相当多一、二线城市已有奥特莱斯布局。而奥特莱斯对名品品牌资源（像Burberry平均要5-6家门店才能为一家折扣店提供充足货源，而目前Burberry在国内有78家门店，粗略测算只能支持不到15家奥特莱斯（不排除有其他供货渠道））和客流（大型奥特莱斯需要百万级居民支持，美国奥特莱斯巅峰期全国也只有324家）要求非常高，竞争大幅加剧下将对物业运营能力提出更高要求。因此，传统百货靠购物中心/奥特莱斯带动业绩重新大幅增长（新业态收入占整体30%-50%以上）只可能在少数竞争力较强的龙头里产生。

二是以提升商品经营为核心，向单品管理、特许经营/自营/自有品牌、折扣连锁发展，回归零售本质。这是可以从本质上提升传统百货核心竞争力、获得持续超越行业发展壁垒的方向，但也是对百货自身冲击最大、改革难度最高的方向。从2013年起，领先的百货龙头纷纷开始发力单品管理、自营/自有品牌战略。但正如前文对上品折扣单品管理和全渠道转型分析，从技术角度出发商品经营转型并非不能完成，国内外也有可供参考的成功案例，难点在于传统百货现有机制下股东思想观念的进化、高层推动的决心，以及股东对于企业结构、运营团队、资本投入、改革中出现亏损的低容忍度。具体包括：（1）股东和管理层需要极高的魄力对现金流较好的百货进行模式大幅调整；（2）上市公司体制下股东也不允许改革期出现长时间亏损；（3）国资控股下企业对公司架构和运营团队调整的空间较小。

综上，传统百货无论向购物中心/奥特莱斯模式进行商业物业管理转型，还是深耕商品经营来重新聚客、增强核心竞争壁垒转型都会是一条需要时间而且是充满荆棘的路，只有股东和管理层有极强的远见和变革决心、运营效率极高的百货龙头才有机会完成突围。

表24：国内百货转型方向主要集中在购物中心上，全渠道次之，奥特莱斯和商品管理较少

A/H 股百货上市公司	购物中心	奥特莱斯	商品管理	全渠道
17 家公司转型占比	100%	41%	41%	76%
王府井	√	√	√	√
天虹商场	√		√	√
中央商场	√		√	√
友谊股份	√	√		√
友阿股份	√	√		√
首商股份	√	√		
南京新百	√		√	√
华联股份	√			
海印股份	√	√		√

鄂武商 A	√			
步步高	√			√
银泰百货	√	√	√	√
新世界百货	√		√	√
茂业国际	√	√		
金鹰商贸	√			√
华地国际	√			√
百盛商业	√		√	√

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

表25：美国购物中心、奥特莱斯、折扣百货连锁、百货连锁龙头大多为单一业态专营企业

购物中心运营商		奥特莱斯运营商		折扣百货连锁		百货连锁	
公司	门店数	公司	门店数	公司	门店数	公司	门店数
Kimco	835	Simon Property Group	66	TJX	3215	Sears	2429
Developers Diversified Realty	391	Tanger	37	Ross	1276	JC Penney	1094
Simon Property Group	259			Burlington	521	Belk	306
Equity One	138			Stein Mart	264	Dillard's	299
Inland Real Estate Corporation	138			Citi Trend	505	Nordstrom	260

注：Simon Property Group 为购物中心、奥特莱斯混合运营商，Sears 为百货、综合折扣、购物中心混合运营商。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

（四）围绕商品经营改革的百货龙头将逐步涅槃重生

我们预计率先进行商品经营改革的百货龙头在未来3年内将逐步涅槃重生，建议投资者重点观察A股商品经营改革的领航者王府井、中央商场，并留意天虹商场。

王府井：深度联营预计15年初见成效

王府井是中国中高端百货龙头，目前正从业态上向购物中心、奥特莱斯商业运营，和在商品经营上向深度联营/全渠道转型。王府井将从深度联营切入来提升商品经营能力。具体而言，将从管库存、管品类、管运营、管价格逐步深化进行探索。14下半年出深度联营具体方案，14年底会在两家门店试点。会在几千个品牌中选出明星品牌，建立品牌编码和库存，希望到16年底实现大比例（80%）的深度联营，将对现有管理体制和代理商、品牌商格局有较大改变。

放长眼光看，深度联营、自营到自有品牌将是王府井提升商品经营能力的三个阶段。自营将会是未来重点发展的目标，需要更优秀的运营和采购团队来支撑自营体系。王府井男士衬衫自有品牌/品牌集合店First Wert也于2013年正式试运营，目前在北京王府井百货大楼及双安商场有两家门店。

王府井是中国中高端百货行业商品经营、全渠道转型、并购整合均处于领先地位的龙头，公司转型思路坚决，预计到15年深度联营和全渠道转型将初见成效。另外，随着国企改革的逐步推进，公司在激励机制探索上也有望取得进展。维持14、15、16年EPS至1.54、1.79、1.91元，维持“买入”评级，合理价值25元，对应14年16XPE，建议投资者长期重点关注。

图56: 百货大楼First Wert门店位于电梯口黄金位置



图57: First Wert 800元系列



数据来源: 广发证券发展研究中心

中央商场: 民营机制+股东支持将加速商品经营实力提升与业态升级

中央商场为快速扩张的江苏零售龙头企业, 公司现拥有12家连锁百货, 在建商业地产开发项目超三百多万平, 公司目标在2015年或2016年连锁百货数量超过40家, 成为体量超过300亿(集团整体)纯百货销售额的百货公司。

中央商场从2012年开始探索一条实体百货与电子商务相结合的全渠道模式: (1) 采取“以点带面”的方式, 即通过后台系统改造, 在10-20家门店推出特许专营全渠道销售电子商务专柜, 同时实现这部分专柜的单品管理。(2) 采用区域分店分部门分品牌的核算。尝试解决线上线下利益分配和考核方法。(3) 实现销售额与后台ERP系统实时对接, 实现线上线下同步。目前在天猫、京东、微信、APP等渠道上产生的订单, 只要是来自线下实体门店的, 当天实时划归到每个营业部。(4) 在12-13年改造了所有线上系统, 同时也在做会员系统、店内全渠道设备的更新与完善。在业态升级方面, 中央商场也在将旗下门店向购物中心化进行调整, 增强聚客能力。

2014-2015年公司仍有大量的新开购物中心门店, 尽管母公司采取了免收租金等方式给予支持, 但仍有一定培育期。2014年公司还将抓好单品管理做好移动转型, 预计将产生正面积积极的影响。维持2014-2016年EPS 1.20、1.64和2.01元的预测, 其中商业EPS 为0.90元、1.2元和1.50元, 维持“买入”评级, 合理价值12元, 对应14年商业13XPE, 建议投资者长期重点关注。

风险提示

终端零售增长大幅放缓, 百货龙头商品经营转型不达预期。

广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2013 年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012 年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011 年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010 年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛：资深分析师，浙江大学金融学硕士，拥有 4 年零售行业研究经历，2014 年进入广发证券发展研究中心。2012 年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011 年及 2013 年新财富批零行业入围。
- 智健：研究助理，哥伦比亚大学运筹学硕士，浙江大学金融学、自动化双学士，2013 年进入广发证券发展研究中心。2013 年度新财富批零行业第二名(团队)，金牛分析师第二名(团队)，水晶球奖第一名(团队)，第一财经分析师第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

