

网络零售来袭，传统百货转型突围

报告要点

1、我国处在网络零售高速发展期，未来前景广阔

网络零售自美国产生后，就迅速传播到世界各国，网络零售企业如雨后春笋般遍地开花，网络零售额也开始出现迅猛增长。依托 C2C 及 B2C 的迅速成长，我国也已逐步进入网络零售的高速发展期；尽管网络零售的发展速度较快，但与发达国家同期增速相比，还存在较大差距。我们认为，随着网络普及率以及网络渗透率的提升，未来几年网络零售仍具备较大的成长空间。

2、网络零售参与渠道竞争，传统百货压力骤增

随着网络零售的日趋成熟以及大众消费习惯的改变，网络平台作为一种零售渠道，也开始逐渐渗透到实体百货的商品品类，传统百货的竞争压力加大。目前网购渗透率高的地区为经济发达城市，网购人群主要为中低收入青年，网络消费的商品集中在服装鞋帽、3C、图书等易于标准化产品，因此我们认为网络零售对一线城市的冲击大于二三线城市，对高端奢侈品消费冲击有限，且与传统百货相比，网络零售的体验与服务功能体现不足。

3、网络零售加剧竞争背景下，传统百货转型突围

尽管网络零售参与渠道竞争加剧了传统百货所面临的市场竞争，但传统百货仍具备自身的成长空间，我们认为未来传统百货突围的可行途径包括 1) 重新定位找到更精准的细分市场，如：凸显服务功能，强化高端百货市场优势；2) 改变传统的经营模式，增强娱乐性功能以保持自身的集客能力，如：发展购物中心业态，维持自身的聚客优势；3) 开展电子商务业务主动保住并拓展市场份额。

4、投资建议

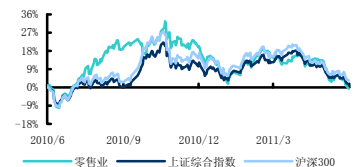
我们认为，在中国消费目前仍保持较高增速的大环境下，传统百货与网络零售预计均能维持较高的增速，仍看好百货业态未来几年的增长空间。同时，我们看好能适应日益升级的消费者需求，以及对网络零售的冲击迅速做出反映的百货企业：1) 积极开展 B2C 业务主动开拓网上市场，并能积极保住及扩大自身市场份额的优质百货企业。如：天虹商场、王府井；2) 积极开拓高端百货市场，且具备得天独厚的物业优势的二三线城市龙头百货公司。如：鄂武商，欧亚集团，大东方；3) 以购物中心业态作为百货发展方向的公司，如：步步高，看好其百货业务的发展前景。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002419	天虹商场	推荐
600327	大东方	推荐
600859	王府井	推荐
600697	欧亚集团	推荐
000501	鄂武商 A	推荐

特别感谢实习生曾婵

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

欧亚集团	10A	11E	12E
PE	32.06	24.03	19.15
PB	4.80	4.07	3.41
EV/EBITDA	12.70	5.13	3.30
鄂武商 A	10A	11E	12E
PE	30.24	23.42	18.85
PB	5.19	4.33	3.59
EV/EBITDA	11.48	6.07	4.02

相关研究

分析师：

童兰

(8627)65799539

tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040003

联系人：

正文目录

一、我国处在网络零售高速发展期，未来前景广阔	5
零售业的业态变迁和网络零售业的产生	5
网络零售渗透中国，我国网络零售开始步入高速发展期	5
依托 C2C、B2C 的迅速成长，我国网络零售的市场前景可期	7
我国网络零售业发展速度较快，但仍具备广阔的成长空间	9
二、网络零售参与渠道竞争，传统百货压力骤增	11
快速发展的网络零售对传统百货业带来一定的增长压力	11
网购用户多为中低收入青年人群，高端百货将受影响较小	12
网络零售商品品类日趋完善，传统百货体验及服务功能更占优势	13
发达城市网购渗透率高，二三线城市受网络零售冲击较小	15
三、网络零售加剧竞争背景下，传统百货转型突围	16
开展 B2C 业务，主动开拓网上市场保住市场份额	17
凸显服务功能，强化高端百货市场优势	18
娱乐休闲功能带动百货集客能力，购物中心发展前景可期	19
四、投资建议	20

图表目录

图 1: 美国现代零售业态发展历程.....	5
图 2: 1995-2010 美国亚马逊营业收入及增长率.....	6
图 3: 2000-2010 日本乐天市场营业收入及增长率.....	6
图 4: 2000-2010 韩国 Interpark 营业收入及增长率.....	6
图 5: 2005-2010 麦考林营业收入及增长率.....	6
图 6: 2003-2010 年淘宝年交易额增速迅猛.....	7
图 7: 我国 B2C 发展历程.....	8
图 8: 2006 年 B2C 收入增速开始加快.....	8
图 9: B2C 在网络零售占比自 2008 年开始提升.....	8
图 10: 2003-2014E B2C 与网络零售增长率对比.....	8
图 11: 2002-2014E B2C 和 C2C 占比情况.....	8
图 12: 2008-2010 平台和自销式 B2C 零售额及增长率.....	9
图 13: 2002-2014E B2C 中平台式和自销式所占比例.....	9
图 14: 1997-2010 我国网民数及网络普及率.....	10
图 15: 2010 年底我国网购渗透率达 35%.....	10
图 16: 2002-2014E 网络零售额及增长率.....	10
图 17: 2002-2014E 网络零售占社会零售总额的比例.....	10
图 18: 1993-2010 美国百货零售和无店铺零售相对于社会零售的增长率对比.....	12
图 19: 核心用户和网购用户月收入分布情况.....	12
图 20: 核心用户和网购用户年龄分布情况.....	13
图 21: 消费者在互联网搜索商品信息的类别.....	13
图 22: 淘宝线上、线下品牌前 10 名市场份额.....	14
图 23: 淘宝网货品牌线上峰度系数.....	14
图 24: 2010 年网络零售额产品分布.....	14
图 25: 1999-2009 网络零售龙头产品趋势.....	15
图 26: 2010 年上海、北京、深圳 GDP 名列前茅.....	16
图 27: 上海、北京、深圳、厦门人均收入超平均水平.....	16
图 28: 一线发达城市的居民受教育程度较高.....	16
图 29: 韩国传统百货收入增速稳定, 纯电商企业波动跌幅较大.....	17
图 30: 全球各国奢侈品市场消费份额.....	18
图 31: 2010 年中国内地奢侈品消费排名.....	18
图 32: 内地最具奢侈品消费能力十大城市.....	18
图 33: 我国购物中心每年新增数量的增长率.....	20
图 34: 我国每年新增购物中心的平均商业面积.....	20
图 35: 上海 2010 年对比 2005 年购物中心各业态收入增速.....	20

表 1: 各国网络零售业发展情况.....	6
表 2: 预期 2014 年末我国 B2C 零售情况.....	9
表 3: 2009 年末各国网络零售普及率等相关指标对比.....	10
表 4: 2014 年末我国网络零售情况预测	10
表 5: 网络零售与传统零售的优劣势对比.....	11
表 6: 2006-2008 淘宝网交易额商品品类 TOP10 排名变化.....	15
表 7: 2010 网购渗透率排名前 10 的城市	16
表 8: 2009 年韩国 TOP10 的 B2C 网站约一半为传统零售企业的线上平台	17
表 9: 百货开展网络零售的优劣势对比	18
行业重点上市公司估值指标与评级变化.....	21

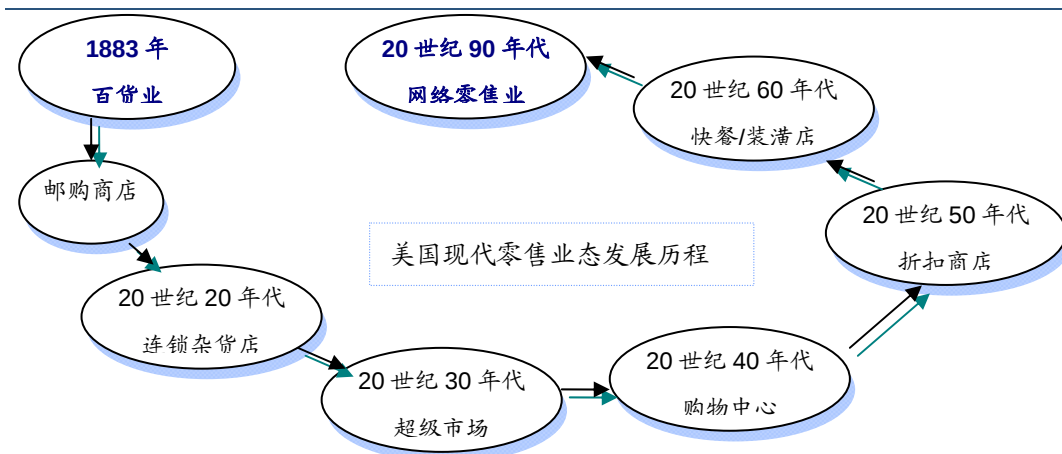
一、我国处在网络零售高速发展期，未来前景广阔

零售业的业态变迁和网络零售业的产生

根据美国学者迈克纳尔（Mc-nair）的“零售轮理论”与尼尔森（Neelusen）的“真空地带理论”，零售商业的业态取决于消费者偏好。消费者偏好不断从低毛利、廉价销售，到高毛利、高服务销售，再到低毛利、廉价销售，形成像轮子般的反复循环；根据各个时期消费者偏好的不同，产生了不同的零售业态。

现代零售业的主要业态均产自美国，1883 年开创百货公司业态，后来相继出现了邮购商店、连锁杂货店、超级市场、购物中心、折扣商店、代快餐、家庭装潢店，20 世纪 90 年代开启网络零售业态。自美国的零售业态创新后，传播到世界各国，并且传播的速度越来越快。

图 1：美国现代零售业态发展历程



资料来源：长江证券研究部

在我国，从建国初期至 20 世纪 90 年代，百货商店一直是主要的业态形式，20 世纪 80 年代中期我国大型百货商场进入了快速发展时期，90 年代以来，逐步引入超市、连锁店、便利店等多种零售业态，打破了百货商店单一业态的格局。尽管零售业态多种多样，但百货业仍然是我国零售业中一个重要的业态，2010 年我国连锁百强企业中，百货企业有 35 家，约占 1/3。

如果说百货、超市、连锁三种业态被称为零售业的“三次革命”，那么网络零售业可被誉为零售业的“第四次革命”。自 20 世纪 90 年代，网络零售业在美国产生后，迅速传播到世界各国，现网络零售额在社会零售总额中已占有一席之地，并呈现出快速上升的趋势。

我们认为，网络零售的产生是零售业态发展到一定阶段的必然趋势，它的快速发展则得益于有利的外部环境和内部推动力。经济发展、人民消费水平的提高、互联网的普及和电子商务的发展是网络零售业产生的沃土；企业寻求更大的市场、更高效的运作方式和更低的营业成本的企业动力，消费者生活消费方式的转变、追求更为便捷和个性化的消费方式的消费者动力是网络零售业产生的两大内部推动力。

网络零售渗透中国，我国网络零售开始步入高速发展期

1990 年联合国正式推出 UN/EDIFACT 标准，并在全球范围内推广，由此在世界范围内拉开

了一场电子商务的序幕。按交易对象划分,电子商务可以分为 B2B(企业对企业)、B2C(企业对消费者)、C2B(消费者对企业)、C2C(消费者对消费者)。网络零售业即为 B2C 和 C2C 的总和,是借助网络平台,由企业或个人将消费品直接出售给消费者的一种零售业态,1995 年美国亚马逊、eBay 上线,正式开始了网络零售业。

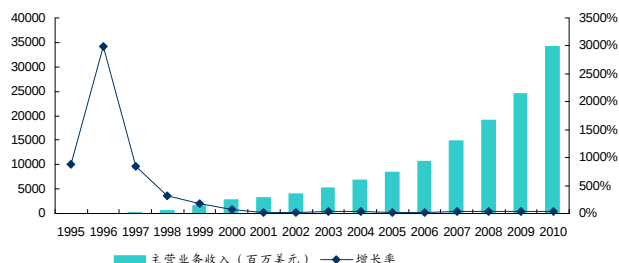
网络零售自美国产生后,就迅速传播到世界各国,网络零售企业如雨后春笋般遍地开花,网络零售额也开始出现迅猛增长。美国在 1996-2000 经历了五年的高速增长,尽管 2001 年互联网泡沫破灭使得网络零售业遭受沉重的打击,但之后仍恢复了快速的增长。韩国和日本在 2000 年左右进入网络零售的高速增长期,网络零售企业的营业收入实现了快速增长,并同时出现了垂直类 B2C 企业,而中国这样的发展中国家,现在也逐步进入网络零售的高速发展期。

表 1: 各国网络零售业发展情况

	网络零售业高速发展期	代表公司	代表公司在高速增长期内的收入复合增长率	网络零售规模和占社会零售总额的比
美国	1996-2000 年	亚马逊	264%	2010 年, 1654 亿美元, 占比 4.13%
日本	2000-2005 年	乐天市场	109%	——
韩国	1998-2004 年	Interpark	95%	2009 年, 占比 12%
中国	2006-至今	麦考林	60%	2010 年, 4980 亿元, 占比 3.22%

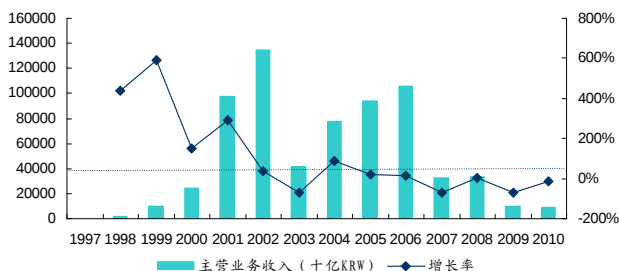
资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

图 2: 1995-2010 美国亚马逊营业收入及增长率



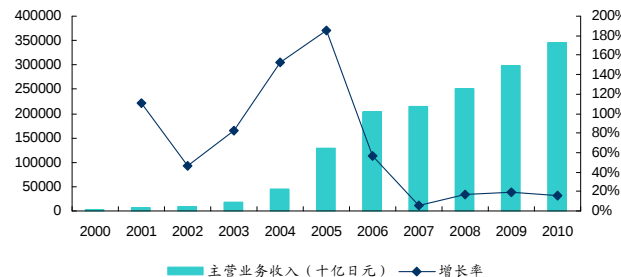
资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

图 4: 2000-2010 韩国 Interpark 营业收入及增长率



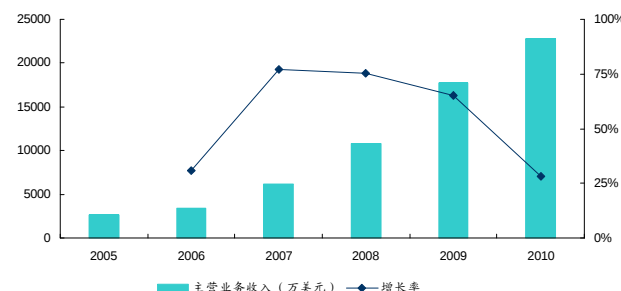
资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

图 3: 2000-2010 日本乐天市场营业收入及增长率



资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

图 5: 2005-2010 麦考林营业收入及增长率



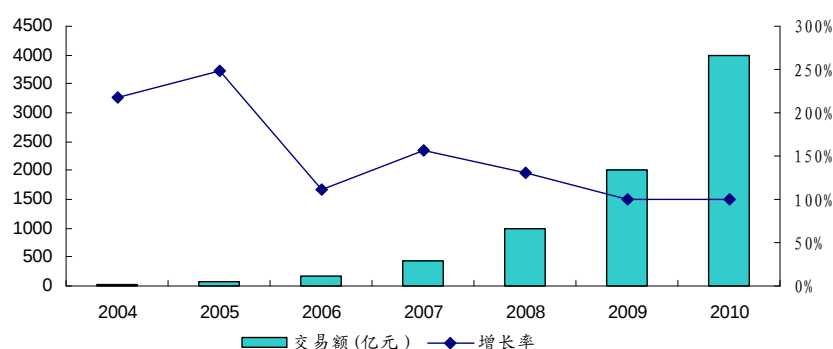
资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

依托 C2C、B2C 的迅速成长，我国网络零售的市场前景可期

网络零售主要分为 C2C(以淘宝网为代表)、B2C 两类，其中 B2C 又分为两类：平台式 B2C（如淘宝商城）和自销式 B2C（如京东商城、卓越亚马逊、当当网等）。平台式 B2C 在经营模式上作为一个平台和中间商，为买卖双方提供交易场所，不承担进货、库存、售后等一系列问题；而自销式 B2C 则是参与商品的自营，购进产品后，承担商品的进货、库存、物流、售后等一系列经营风险。美国、韩国网络零售业均以 B2C 为主，在网络零售行业中的占比分别为 80%和 60%。而在我国，C2C 模式一直以来在网络零售总额中占据主要位置，2010 年 C2C 的销售收入占比约为 87.3%，而 B2C 模式仅占 12.7%。

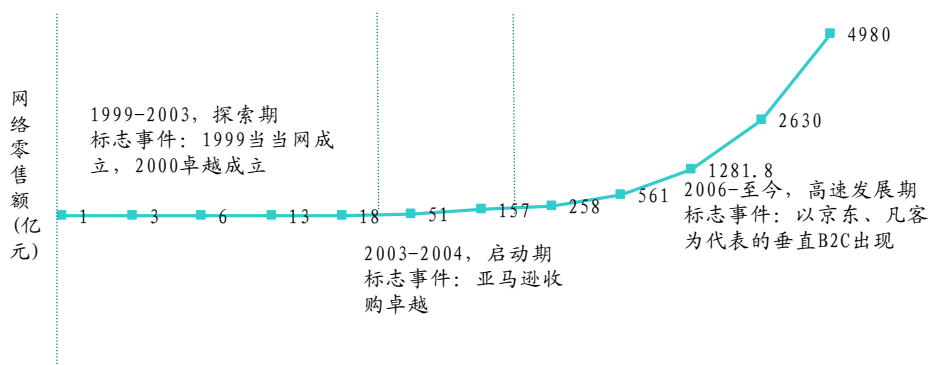
作为 C2C 代表的淘宝网在 2003 年 7 月以黑马的姿态问世，经过几年的快速发展与成长期，淘宝平台的商品种类逐渐增加，其触角已经伸向国人生活的方方面面。且伴随着网购认同度的提升，淘宝网的交易额在近几年间也是呈翻倍增长，2009 年，淘宝总交易额超过 2000 亿元（其中淘宝商城交易额约为 149 亿元），而根据淘宝官方数据显示，2010 年淘宝交易额再次实现翻番，突破 4000 亿元，目前淘宝网约占中国 C2C 交易总额的 3/4 以上。

图 6：2003-2010 年淘宝年交易额增速迅猛

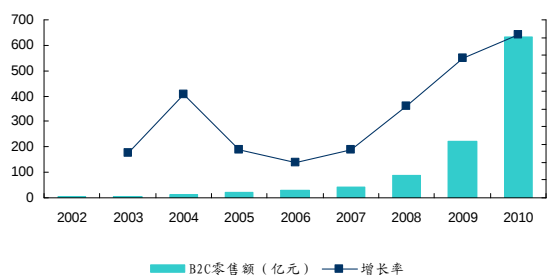


资料来源：淘宝，长江证券研究部

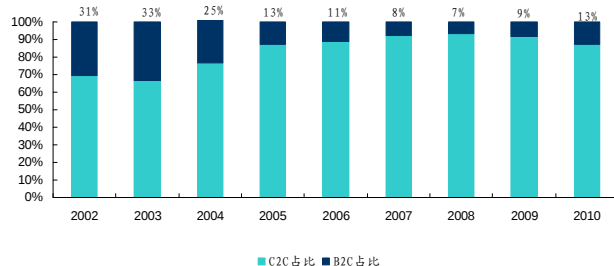
除了 C2C，B2C 模式在近年内也展现了其强大的成长潜力，仍以淘宝为例，2009 年淘宝商城交易额约为 149 亿元，而在 2010 年，其 B2C 业务交易额同比增长 4 倍，业内人士估算已突破 500 亿元，而同时期其他的 B2C 企业也均实现较高的收入增速，2010 年京东商城的交易额突破 100 亿元，当当网销售额约 23 亿元，凡客销售额约 20 亿元。我国 B2C 自 1999 年兴起后，于 2006 年开始进入高速发展期，收入开始加速增长，在网络零售中的占比也逐渐提高。2010 年 B2C 的交易额同比增长 180%，占网络零售的 12.7%。

图 7：我国 B2C 发展历程


资料来源: 长江证券研究部

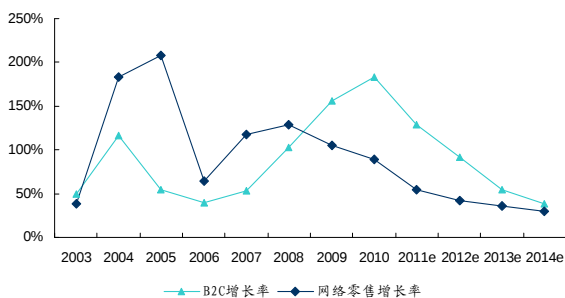
图 8：2006 年 B2C 收入增速开始加快


资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

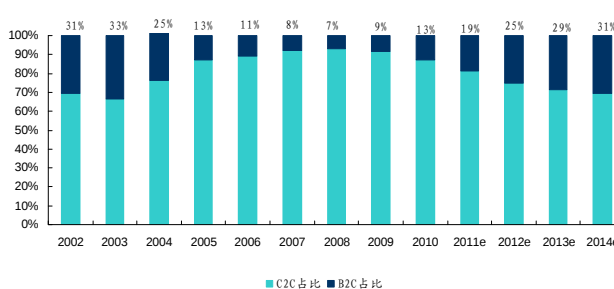
图 9：B2C 在网络零售占比自 2008 年开始提升


资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

从 C2C 及 B2C 两种模式的收入增速来看, 自 2009 年开始, 我国 B2C 增长率开始高于整体网络零售的增长率, 交易额占比也逐渐提升。我们认为, 随着网络零售的逐渐发展, 未来我国网络零售业中 B2C 的占比将进一步提升。预计到 2014 年, B2C 的交易额占比将达到 31%, 未来的增长空间巨大。

图 10：2003-2014E B2C 与网络零售增长率对比


资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

图 11：2002-2014E B2C 和 C2C 占比情况


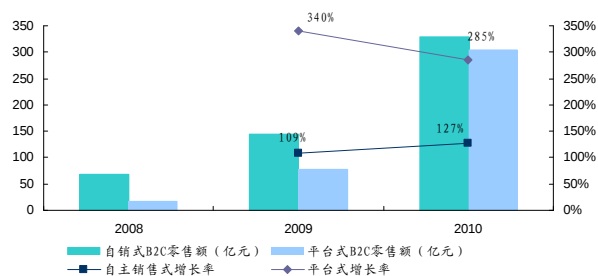
资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

从 B2C 近 3 年的数据来看, 目前自销式 B2C 与平台式 B2C 两种模式的销售份额约各占一半, 自销式 B2C 零售额略高, 但从这两种 B2C 模式的收入增速来看, 平台式 B2C 近年来的收入增速远高出自销式 B2C 模式, 主要是由于淘宝、拍拍等平台式购物网站从 C2C 为主向 B2C 为主的转型, 使得平台式 B2C 的销售占比近两年内出现较大的提升。2009 年至 2010

年，自销式 B2C 的收入增速分别为 109%和 127%，而平台式 B2C 的收入增速却分别高达 340%和 285%。

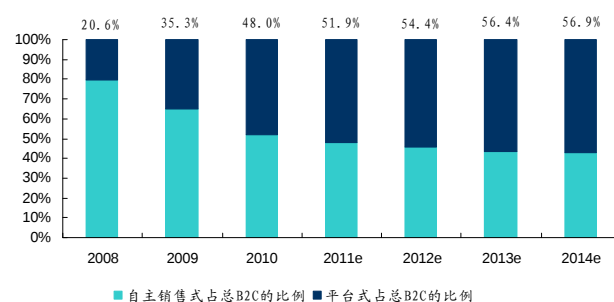
我们认为，未来几年平台式 B2C 的市场份额仍会有所上升，且增速有望稳定在 57%左右。除此之外，自销式 B2C 的交易额仍将继续维持较快的增长速度，两种模式的高速增长有望使得整体 B2C 的销售规模在未来几年内迅速扩大。根据艾瑞咨询的预测结果，按 2014 年 B2C 占网络零售的 30%，平台式占 B2C 的 57%的比例来计算，预计到 2014 年末，平台式 B2C 的零售额将有 1000%的增长空间。

图 12：2008-2010 平台和自销式 B2C 零售额及增长率



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究部

图 13：2002-2014E B2C 中平台式和自销式所占比例



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究部

表 2：预期 2014 年末我国 B2C 零售情况

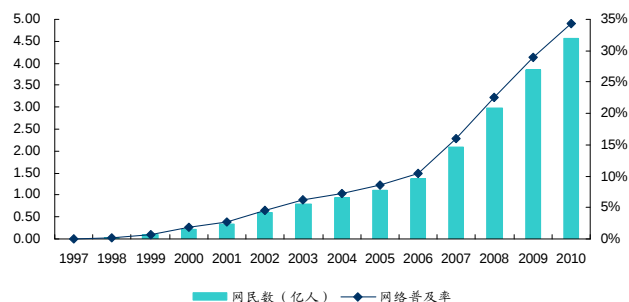
	网络零售额 (亿元)	B2C 零售额 (亿元)	B2C 占网络零售的比	平台式 B2C 零售额 (亿元)	平台式占 B2C 的比
2010 年	4980	632	12.7%	304	48.0%
2014 年	19340	5917	30.6%	3365	56.9%
增长空间	280%	835%	18%	1000%	9%

数据来源：艾瑞咨询，公司年报，长江证券研究部

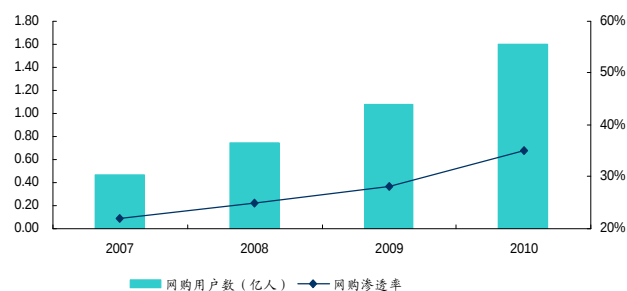
注：2014 年 36 家百货上市公司营业收入根据历年数据我们合理预测得来，网络零售额、B2C 零售额和平台式 B2C 零售额参照艾瑞咨询的预测

我国网络零售业发展速度较快，但仍具备广阔的成长空间

随着互联网的普及，近些年来我国网民和网购用户数增长迅速，截至 2010 年末，我国网民数量已达 4.57 亿人，网购用户数则达到 1.61 亿。但与同期的发达国家相比，我国网络普及率（网民数/总人口）约有 40%的空间，我国网购渗透率（网购用户数/网民数）也仍有 50%的提升空间。

图 14: 1997-2010 我国网民数及网络普及率


资料来源: CNNIC, 长江证券研究部

图 15: 2010 年底我国网购渗透率达 35%


资料来源: CNNIC, 长江证券研究部

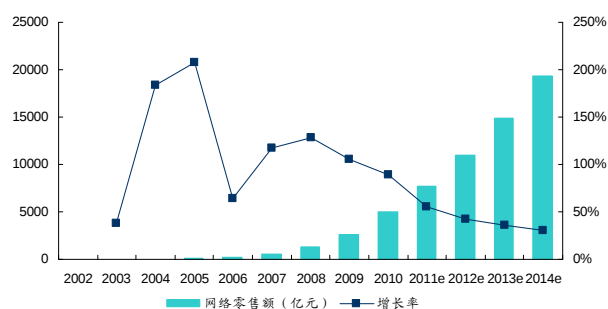
表 3: 2009 年末各国网络零售普及率等相关指标对比

	网络普及率	网购渗透率	平均网上消费	平均网龄
日本	76%	88%	\$500	7
韩国	77%	94%	\$653	7.7
中国	29%	37%	\$191	5.7

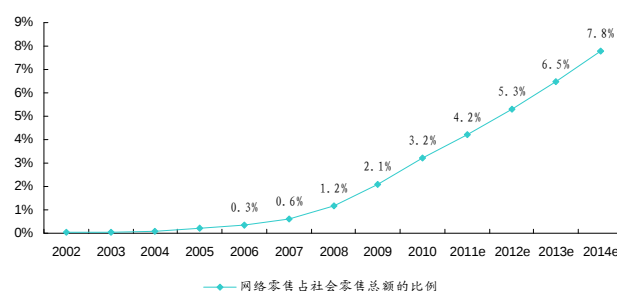
数据来源: CNNIC, Bloomberg, Frost & Sullivan, Forrester Research, 长江证券研究部

随着网络普及率及网购渗透率的提升,我国网络零售规模近年来一直增长迅速,近几年几乎每年均保持翻一番以上的增长速度。按照我国网络零售市场增长情况,预计到 2014 年末,我国网络渗透率有望达到 65%,人均网购年消费超过 3300 元,网络零售额未来几年保持每年 40% 以上的增速,达到 19340 亿元,占社会零售总额的比重升至 7.8%。

我们认为,我国的网络零售已经开始进入高速发展期,网络零售业的前景十分巨大,未来几年仍有望继续保持较高的增长速度。

图 16: 2002-2014E 网络零售额及增长率


资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

图 17: 2002-2014E 网络零售占社会零售总额的比例


资料来源: 国家统计局, 艾瑞咨询, 长江证券研究部

表 4: 2014 年末我国网络零售情况预测

	网民数 (亿)	网络普及率	网购人数 (亿)	网购渗透率	平均网上消费 (元/人)	网络零售额(亿元)	占社会零售的比例
2010 年	4.57	34%	1.61	35.2%	1300	4980	3.22%
2014 年	8.7	67%	5.7	65%	3300	19340	7.8%
增长空间	93%	28%	250%	30%	150%	280%	4.6%

数据来源: CNNIC, 艾瑞咨询, 长江证券研究部

注：2014 年网民数、网购人数、平均网上消费根据历年数据我们合理预测得来，网络零售额和占社会零售的比例参照艾瑞咨询的预测

二、网络零售参与渠道竞争，传统百货压力骤增

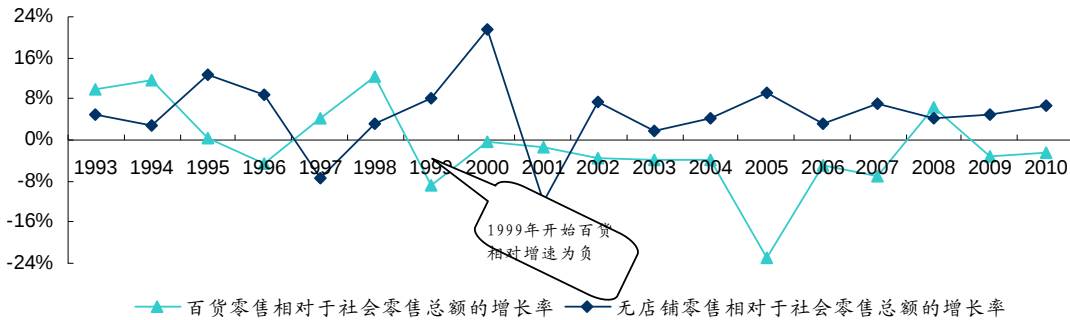
快速发展的网络零售对传统百货业带来一定的增长压力

表 5：网络零售与传统零售的优劣势对比

	优势	劣势
传统百货	产品 产品质量有保障	品种数量有限，多集中在品牌产品
	物流 基本无需物流	——
	成本 销售时立即收款，现金周转快	经营成本较高，主要为水电费、人工费、租金等
	便捷性 现场销售气氛和销售人员的真实表现，有利于沟通效果	有时间、地点的限制
	其他 具有一定的品牌效应	对消费者追求新鲜、时尚、超前消费心理较难进行产品结构和服务方式的调整
网络零售企业	产品 品种丰富，商品的详细信息和商品间具有可比性	经营产品范围受限，并不是所有产品都适合网上销售
	物流 物流配送服务、配送覆盖地点有限	自建物流或依赖第三方物流，物流具有重大影响
	成本 相对低的营业成本	——
	便捷性 无场地限制，全天候营业	缺乏现场销售气氛和销售人员的真实表现，沟通效果大打折扣
	其他 满足消费者追求新鲜、时尚、超前消费心理	网上交易的安全性，付款方式有限

资料来源：长江证券研究部

与网络零售相比，作为商品的流通渠道，传统的百货公司仍具备自身独特的优势，如：商品年体验感更好，交易更直接，信誉更容易保障，售后服务更直接；尽管如此，网络零售的高速发展仍对传统的百货渠道构成一定的压力。以美国为例，自 1999 年开始，美国百货业相对于社会零售一直处于负增长中（2008 年除外）；而对于无店铺零售，除了 1997 年和 2001 年这两年（1997 年为亚洲金融风暴，2001 年为美国互联网泡沫破灭危机），在其他年份相对于社会零售均一直保持较高的增速。而我国近几年来，百货相对于社会零售总额的增速较为稳定，而网络零售相对社会零售的增速则逐年上升。这一方面说明我国的消费市场仍处在一个快速增长的阶段，消费潜力的不断释放也为网络零售和实体零售的较快发展提供了良好的发展基础，但另一方面网络零售的快速发展势必在一定程度上会对传统零售带来一定冲击。

图 18: 1993-2010 美国百货零售和无店铺零售相对于社会零售的增长率对比


资料来源: 美国人口普查局, 长江证券研究部

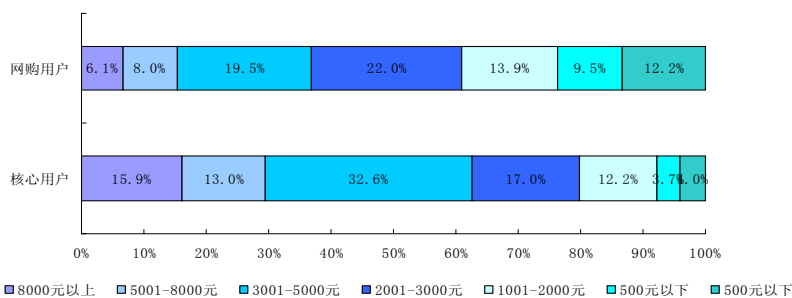
随着居民消费水平的快速提升, 目前, 网络零售的龙头产品已经历了从标准化到个性化、从价格到质量到服务的转变过程, 网络零售的商品品类也从标准化的图书扩大至家用品、3C 产品以及服装等品类, 个性化和专业化程度不断加深。

我们认为, 随着网络零售的日趋成熟以及大众消费习惯的改变, 网络平台作为一种零售渠道, 也开始逐渐渗透到实体百货的销售商品, 与实体百货之间的竞争也或将逐步展开。但由于我国的消费目前仍处在一个高速增长阶段, 社零总额维持较高的增速, 在这样的市场背景下, 传统零售渠道与网络零售渠道均能在逐渐扩大的消费市场中实现各自的收入增长, 但随着消费增速逐渐趋于稳定, 网络零售逐渐成熟, 未来网络渠道与传统零售渠道之间势必存在着竞争, 我们认为能对此冲击迅速做出反应的百货公司未来成长的能力将更强, 也有利于其自身未来持续盈利能力的提升。

网购用户多为中低收入青年人群, 高端百货将受影响较小

根据 CNNIC2010 年数据分析结果, 我们发现, 网购消费金额的 73.9% 是由 19.7% 的用户贡献, 二八现象表现的尤为明显, 我们将这 17.9% 的用户群称为核心用户。

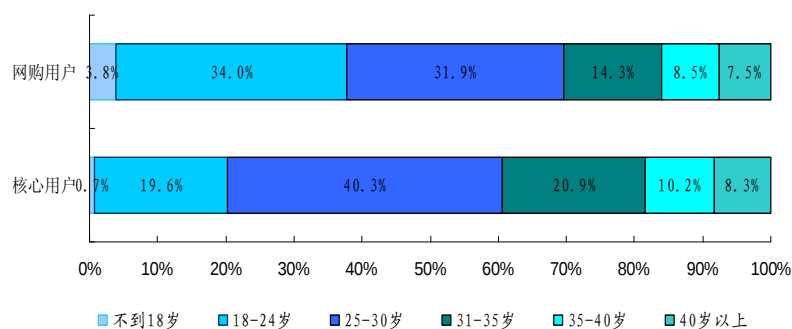
从全体网购用户的月收入情况来看, 接近 50% 的网购用户收入集中在 2000-5000 元内, 这部分中低收入人群构成了网络消费的主要群体, 而全体网购用户中收入超过 8000 元/月仅约为 5%, 占比较低; 但对于 19.7% 的核心用户, 其收入整体高于网购用户的平均水平, 核心用户群体中收入在 3000 元以上的占比约为 61.5%, 且主要分布在 3000-5000 元之间, 收入在 8000 元以上的较高收入人群占比接近 20%。

图 19: 核心用户和网购用户月收入分布情况


资料来源: CNNIC, 长江证券研究部

从全体网购用户的年龄结构来看，18-30 岁的网购用户占比约为 65.9%，整体的消费人群偏年轻化；而从核心用户的年龄结构来看，核心客户的年龄主要集中在 25-35 岁，这个年龄阶段的消费人群占核心用户比重超过 60%。

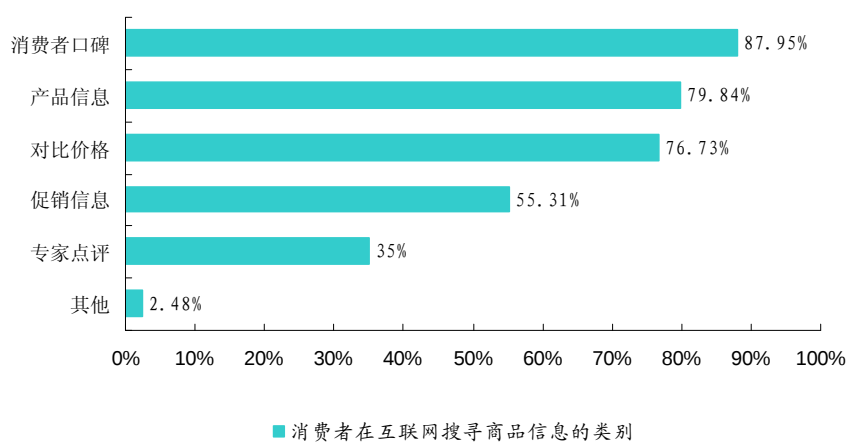
图 20：核心用户和网购用户年龄分布情况



资料来源：CNNIC，长江证券研究部

从网络零售的消费习惯与关注点来看，网购消费者最看重的是消费者口碑、产品信息，其次才是价格和促销活动，从关注的优先顺序来看，价格并不是消费者在进行网络消费时最关注的内容。

图 21：消费者在互联网搜索商品信息的类别



资料来源：阿里研究中心，长江证券研究部

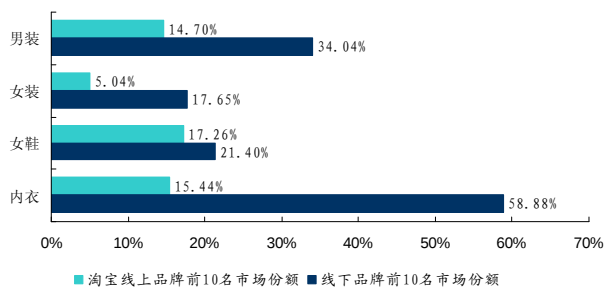
通过对网络消费用户人群的收入，年龄以及关注点的分析，我们认为：目前的网购消费群体主要仍集中在中低收入人群，且大多年纪在 30 岁以下，消费能力较为有限，对价格较高的贵重物品或奢侈品消费能力略显不足，因此网络零售的这一消费特征使其对高端百货的影响有限。

网络零售商品品类日趋完善，传统百货体验及服务功能更占优势

从淘宝公布的数据来看，线上市场集中度远低于线下市场集中度，竞争更为激烈。从峰度系

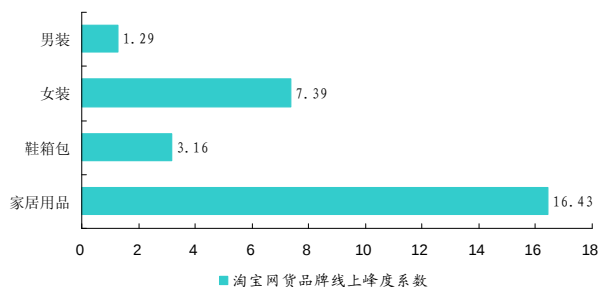
数1看，除家居用品之外，男装、女装、鞋箱包等类目品牌集中度均较低，市场占有率呈相对均匀分布状态。我们认为，与线下市场品牌追求规模效应以获得利润不同，网货品牌根植于海量个性化需求，因此同一行业的网货品牌重叠性低，呈现互补型发展而非同质化竞争。

图 22：淘宝线上、线下品牌前 10 名市场份额



资料来源：阿里研究中心，长江证券研究部

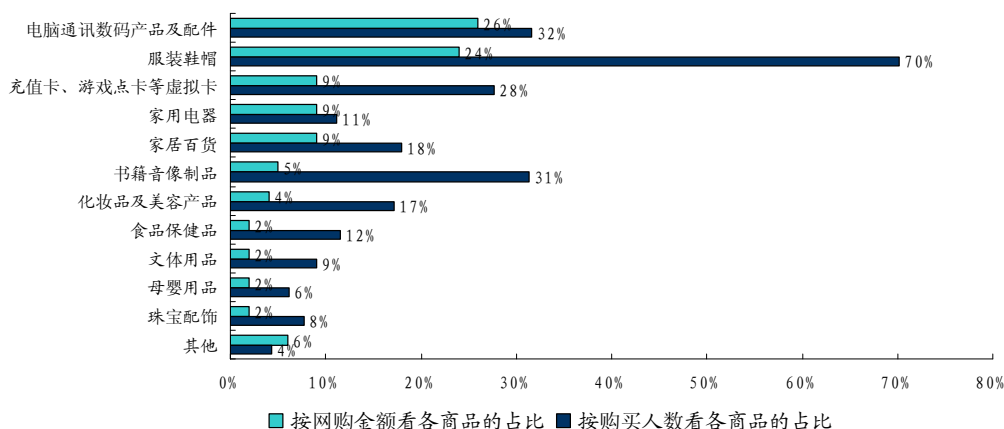
图 23：淘宝网货品牌线上峰度系数



资料来源：阿里研究中心，长江证券研究部

从各品类商品的销售额来看，根据 2010 年 CNNIC 公布的数据，电脑通讯数码产品及配件占比最高为 26%，其次是服装鞋帽占 24%，家具百货、化妆及美容产品、珠宝配饰占比较小。占比分别为 9%，4%及 2%；且从购买人数来看，除了单价较小的服装鞋帽以外，电脑通讯数码及配件、充值卡、书籍及音像制品仍是网络消费人群的主要目标。因此，从网络销售的商品结构来看，除了易于标准化的家用电器、3C 产品以及图书等产品，体验性与专业指导性较强的美容化妆品以及黄金珠宝类产品的销售占比目前仍较小。

图 24：2010 年网络零售额产品分布



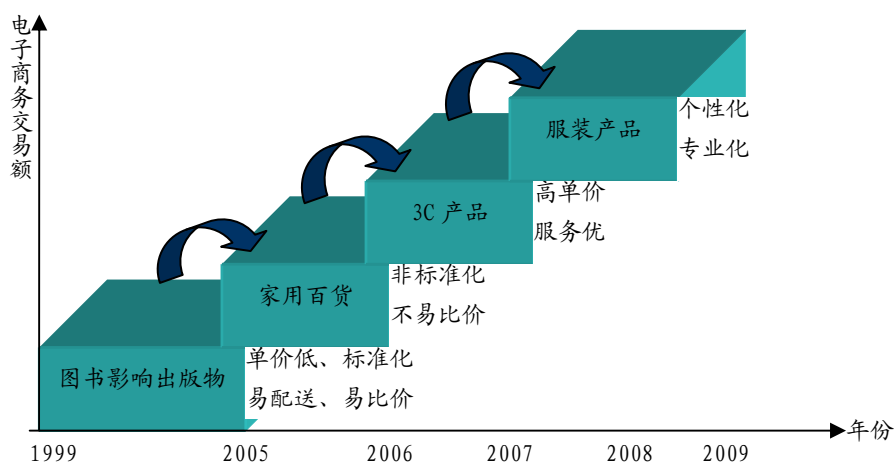
资料来源：CNNIC，长江证券研究部

我们认为，随着网络零售的商品品类的逐渐完善，百货公司的商品品类优势逐渐弱化，但对于体验性以及专业指导性较强的商品，例如美容产品、黄金珠宝等，目前仍具备一定的先天优势，但从网络零售商品品类的变化趋势来看，网络消费的对象已经开始向体验性较强的商品渗透，因此，与网络零售相比，未来实体百货的竞争优势更多的将体现在服务功能，同时，除了作为商品流通的渠道，百货的娱乐休闲附加功能也将有效提高实体百货的集客能力，从

¹ 峰度系数（Kurtosis）用来度量数据在中心聚集程度。在正态分布情况下，峰度系数值是 0。峰度系数越高说明观察量更集中，有比正态分布更长的尾部；峰度系数越低说明观测值不那么集中，有比正态分布更短的尾部，类似于矩形的均匀分布。

而提升其竞争能力。

图 25：1999-2009 网络零售龙头产品趋势



资料来源：阿里巴巴集团研究中心，长江证券研究部

表 6：2006-2008 淘宝网交易额商品品类 TOP10 排名变化

排名	2006	2007	2008
1	手机	服装鞋帽	服饰
2	笔记本电脑	手机	手机
3	服装鞋帽	化妆品	化妆品
4	化妆品	家居日用	家居日用
5	相机摄像机	家用电器	户外运动
6	保健品	充值卡	PC 及配件
7	PC 及配件	相机摄像机	珠宝首饰
8	家具日用品	PC 及配件	笔记本电脑
9	食品	笔记本电脑	小家电
10	话费充值卡	食品保健	充值卡

资料来源：淘宝，长江证券研究部

发达城市网购渗透率高，二三线城市受网络零售冲击较小

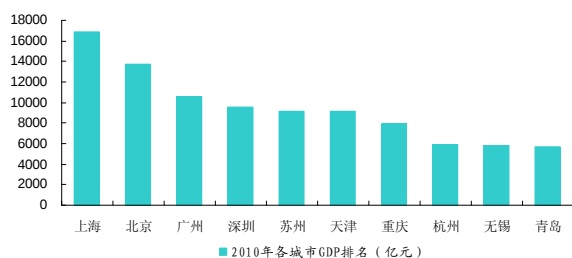
2010 年，我国网购渗透率中排名居前的分别是上海、厦门、北京、深圳和成都，从渗透率较高的城市排名可以看出，主要的一线城市 2009-2010 年的网购渗透率持续靠前，我们认为这主要与当地的经济状况、居民受教育程度等因素相关，经济越发达的地区，居民受教育程度越高，当地的网购渗透率也较高。而湖南、江西、安徽、贵州、四川、重庆、西藏、新疆及其他经济水平稍显落后的中西部地区，目前的网购渗透率相对较低，当地的网络消费的氛围尚不浓重。

我们认为，相比一线城市网络零售的冲击，二三线城市目前的压力较为缓和，同时随着居民收入的提升与消费的升级，二三线城市的百货或能更好的低于网络零售的分流影响，充分受益于当地消费的增长。

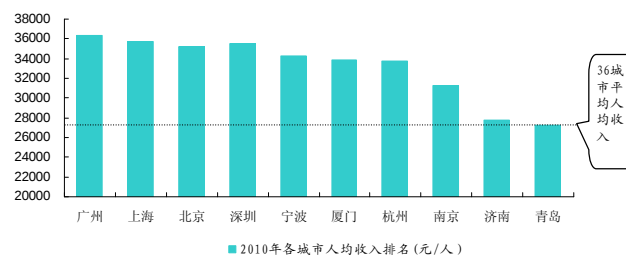
表 7：2010 网购渗透率排名前 10 的城市

排名	2010 网购渗透率	2009 网购渗透率
1	上海 41.8%	上海 52.6%
2	厦门 41.4%	北京 51.3%
3	北京 39.7%	武汉 38.9%
4	深圳 37.7%	厦门 36.7%
5	成都 36.3%	广州 35.2%
6	宜宾 33.8%	杭州 34.7%
7	广州 33.4%	深圳 34.1%
8	杭州 33.0%	西安 33.3%
9	武汉 32.9%	九江 32.3%
10	黑河 32.1%	天津 31.8%

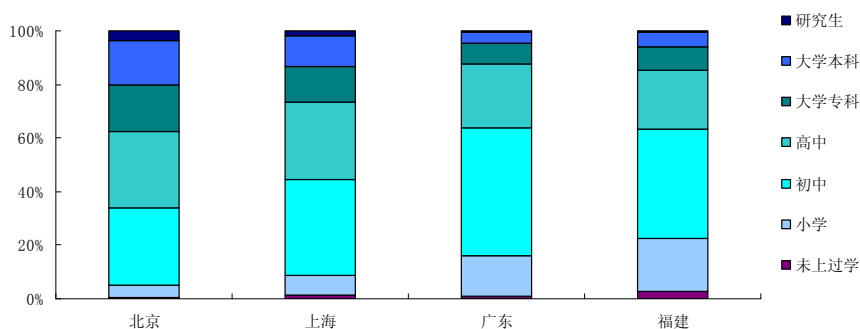
资料来源：CNNIC，长江证券研究部

图 26：2010 年上海、北京、深圳 GDP 名列前茅


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 27：上海、北京、深圳、厦门人均收入超平均水平


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 28：一线发达城市的居民受教育程度较高


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

三、网络零售加剧竞争背景下，传统百货转型突围

网络零售业来势凶猛，发展迅速，但是目前由于网络零售主要的消费群体主要集中在 18-30 岁的中低收入群体，同时网购渗透率高的城市主要集中在发达城市，且传统百货的服务功能特性也是网络零售暂无法比拟的。因此传统百货在日益激烈的竞争环境中顺利突围，我

们认为可行的途径包括重新定位找到更精准的细分市场；或改变传统的经营模式，增强娱乐性功能以保持自身的集客能力；除此之外，开展电子商务业务主动迎战也或将成为突围的方式。

开展 B2C 业务，主动开拓网上市场保住市场份额

经过二十多年的发展，全球的网络零售市场已日趋成熟，以韩国为例，自 1996 年 6 月韩国网上购物开始的代表——Interpark 上线后，乐天、新世界等百货公司也纷纷推出自己的网上交易平台，角逐网络零售市场。截至 2009 年 10 月，韩国 B2C 市场的前十名企业中，有一半是由传统零售企业的网上平台占领。并且，相比于纯电子商务企业，传统百货开展业绩更为稳定。

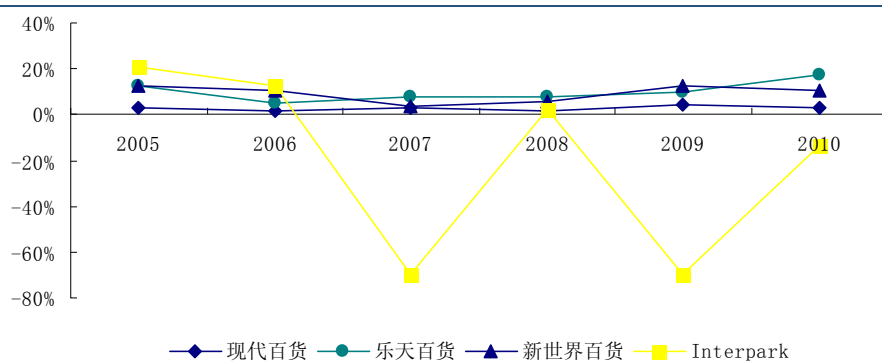
我们认为，从韩国的经验来看，百货企业有其实体店的支撑，具备丰富的商品经营经验，同时在长期的经营过程中，也积累了良好的供应商关系，因此传统百货企业开展网上零售业务，在品牌、产品质量、物流、顾客体验、经营经验等方面都更具先天优势，百货企业主动开辟网络零售渠道，不失为稳定自身市场份额的一种可行方式。

表 8：2009 年韩国 TOP10 的 B2C 网站约一半为传统零售企业的线上平台

排名	网站	成立时间	企业性质	主营业态
1	www.interpark.com	1996 年	纯电商企业	百货类网络零售
2	www.gseshop.co.kr	1995 年	纯电商企业	电视购物和目录购物
3	www.lotte.com	1996 年	乐天百货的线上平台	百货类网络零售
4	www.dnshop.com	2000 年	纯电商企业	电视购物
5	www.cjmall.com	1995 年	纯电商企业	电视购物和目录购物、网络零售
6	mall.shinsegae.com	1997 年	新世界百货的网上商城	百货类网络零售
7	www.lotteimall.com	——	乐天电视购物的线上平台	Lotteimall、电视购物、MobileLotteMall、目录购物等服务
8	www.hmall.com	——	现代百货的线上平台	电视购物、目录购物、网上百货商店
9	www.akmall.com	——	AK 集团的线上平台	——
10	www.oneaday.co.kr	2007 年	纯电商企业	1 天只销售一个产品

资料来源：韩国 rankey.com，长江证券研究部

图 29：韩国传统百货收入增速稳定，纯电商企业波动跌幅较大



资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 9：百货开展网络零售的优劣势对比

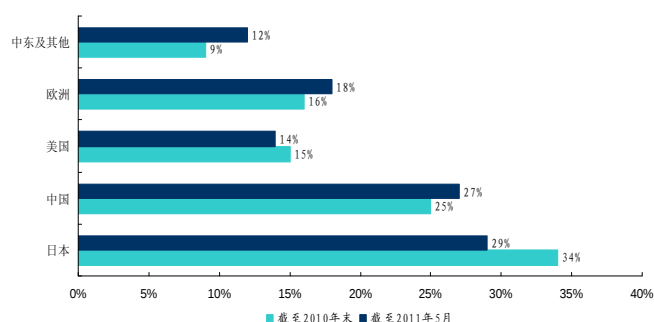
	优势	劣势
产品	门店商品资源可以作为网络商品资源，品类比较丰富	并不适合所有的商品经营，并且要避免与实体店的竞争
物流	实体门店可以作为配送点或取货点，商品配送及时性提高，甚至可以提供生鲜类商品的送货业务	——
成本	已经有现成的行政、财务等职能部门，开展业务的进入门槛较低	建立网络平台、物流渠道、吸纳技术人才等需要资金投入
便捷性	有实体店作为支撑，可以增强用户体验	非 24 小时服务
其他	与实体店可产生协同效应，具有品牌效应、质量保证	传统企业的运营模式很难满足网络零售的需求

资料来源：长江证券研究部

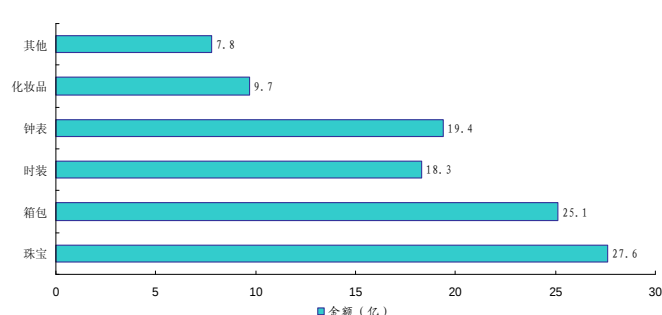
凸显服务功能，强化高端百货市场优势

从网络零售额的龙头产品发展趋势和单件商品的价格来看，目前，网购的产品仍多为中低端产品，单价较高的奢侈品目前仍不是网购客户的主要目标。因此，高端奢侈品市场受网络零售的冲击相对较小，并且由于商品附加值较高，站在购买者的立场，对购物环境与服务的要求较高，因此相比网络零售，传统百货的服务功能优势将体现的更为明显。

世界奢侈品协会同时发布了 2011 最新报告，称中国内地去年的奢侈品市场消费总额已经达到 107 亿美元，占全球份额的 1/4，目前中国已成为仅次于日本的全球第二大奢侈品消费国。预计中国将在 2012 年超过日本，成为全球第一大奢侈品消费国。但由于中国奢侈品市场目前的税率是全球最高，使得国内外奢侈品价格分离状态，从而导致中国人在国外消费是国内市场的 4 倍之多。2011 年 6 月 15 日，商务部新闻发言人姚坚表示，中国将进一步下调进口关税，包括部分中高档商品的关税。而根据世界奢侈品协会数据来看，中国目前奢侈品销售价格=原材料 5%+加工成本 6%+奢侈品品牌附加值（一般是保留利润值）55%+广告与公益活动成本 5%+旗舰店年度成本 3%+人力成本 6%+政府关税、消费税、部分增值税等综合进口税率 20%，因此，进口税一旦下调最直接的效果便是将一直以来“大头在外”的奢侈品巨额消费留在了国内。

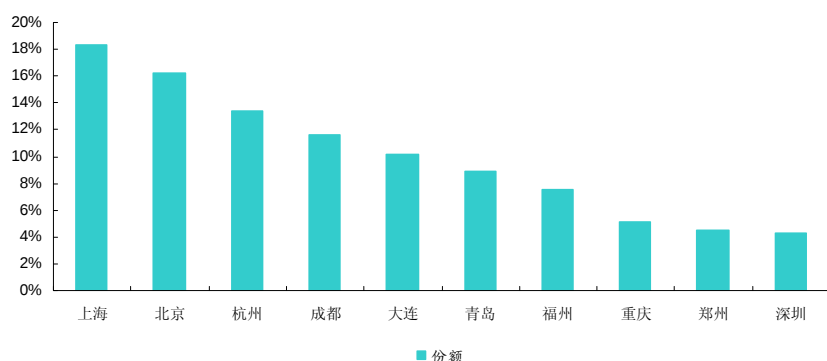
图 30：全球各国奢侈品市场消费份额


资料来源：世界奢侈品协会，长江证券研究部

图 31：2010 年中国内地奢侈品消费排名


资料来源：世界奢侈品协会，长江证券研究部

图 32：内地最具奢侈品消费能力十大城市



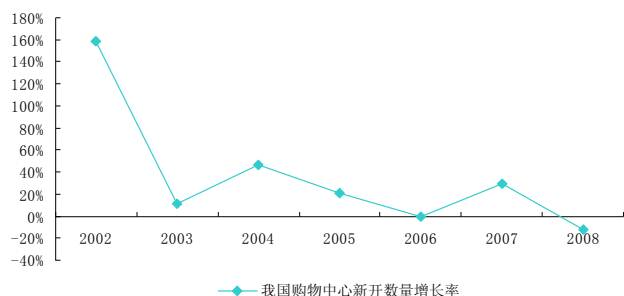
资料来源：世界奢侈品协会，长江证券研究部

我们认为，在与网络零售竞争日益加剧的市场环境下，高端百货的定位不仅可以使得百货能充分发挥自身的服务功能优势，增强自身与网络零售的竞争力，同时前景广阔的奢侈品年市场也为传统百货带来了快速发展的市场空间。根据世界奢侈品协会发布的 2011 年最新报告，中国奢侈品消费群体将从现在的 2 亿人不断攀升，且二、三线城市人口是主要支撑购买力。我们更看好二三线城市未来的奢侈品百货的成长速度。

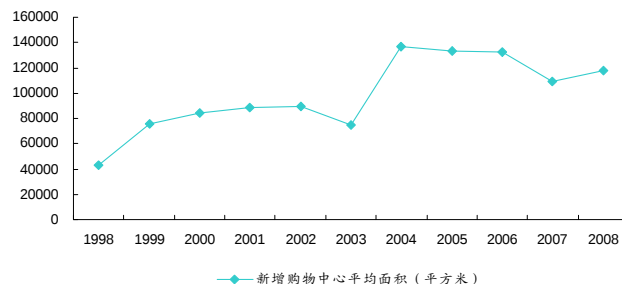
娱乐休闲功能带动百货集客能力，购物中心发展前景可期

一直以来，百货作为一种商品流通渠道，本身的娱乐休闲功能并不突出，传统的百货更多的是为了满足商品的商品需求，而不是生活需求。因此，随着网络零售逐渐以更多元化的商品，更丰富的选择来满足消费者日益升级的商品需求同时，传统百货与网络零售的竞争在商品品类面前就显得捉襟见肘。但随着我国居民生活水平不断提升，人们对于生活质量的要求越来越高，对休闲消费方式也有了更高的要求，因此，传统的百货在满足消费者基本的商品需求的同时，消费者的生活需求也同样值得百货注重，而购物中心这种业态可以很好的兼顾到消费者的商品需求以及生活需求，与传统的百货相比，购物中心承载的零售业态更为完善，在满足消费者一站式购物的同时，还提供了完善的娱乐休闲餐饮等设施，以满足消费者的生活娱乐休闲需求。

自 2000 年以来，我国的购物中心数量一直保持较快的增长速度，平均每年增速在 30% 以上，但截至 2008 年，我国的购物中心数量也仅相当于美国上世纪 50 年代的水平，并且根据汉博顾问的统计数据来看，2005 年前，我国购物中心的平均面积一直有上涨的趋势，到 2005 年后，购物中心开始进入多元化、特色化进程，并且伴随着一二线城市房价、地价的大幅增长，购物中心的商业面积也有所下降，但整体来看，为满足消费者不断升级的消费需求，我国的购物中心数量仍呈增加趋势。除 2008 年金融危机的影响外，逐年购物中心新开数量逐年增加，2007 年达到最高峰 311 家。而与国外相比，2008 年我国人均 GDP 为 3468 美元/年，相当于美国 1964 年的水平。而 1960 年美国已有购物中心 3700 家，远多于我国 2008 年底的 1936 家。可见，虽然我国购物中心的数量增速较大，但其与我国目前人均的收入水平相匹配的购物中心数量还相差较远，发展空间很大。

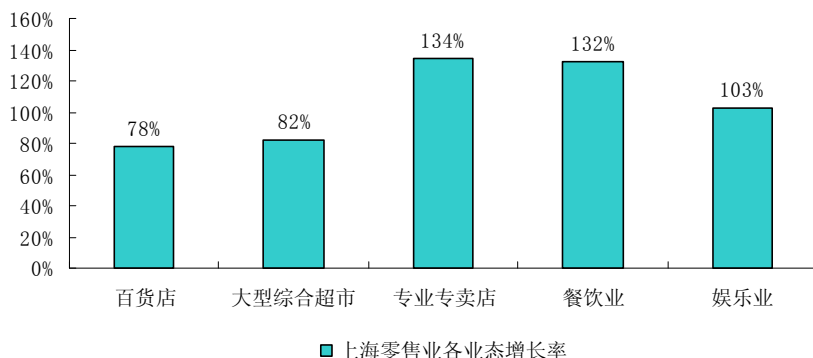
图 33: 我国购物中心每年新增数量的增长率


资料来源: 中国购物中心产业资讯中心, 长江证券研究部

图 34: 我国每年新增购物中心的平均商业面积


资料来源: 汉博顾问, 长江证券研究部

购物中心作为一个多零售业态的综合体,除了满足消费者的商品需求以及生活需求,其自身的业态结构与营业模式也较传统百货出现了较大改变。对比 2010 年与 2005 年上海购物中心各主要构成部分的营业收入变化,专业专卖店和餐饮业的收入增长最大,娱乐业其次。百货店和大型综合超市增长较少主要是由于其所占面积相对来说是下降的,而专业专卖店和娱乐所占面积的增大有助于其更大规模的开展业务从而提高收入。

图 35: 上海 2010 年对比 2005 年购物中心各业态收入增速


资料来源: 上海购物中心协会, 长江证券研究部

我们认为,与网络零售相比,购物中心的业态能在满足消费者商品需求的基础之上,更好的满足消费者的生活需求。且随着我国居民生活水平的提高,其对生活质量的追求也本身存在对购物中心这一业态的客观需求,购物中心未来的发展空间也随之打开。

四、投资建议

网络零售的快速发展,在给传统零售带来一定竞争压力的同时,也给传统零售企业带来了转型的发展机会。我们认为,在中国消费目前仍保持较高增速的大环境下,传统百货与网络零售预计均能维持较高的增速,两种渠道可共享迅速扩大的消费蛋糕,我们仍看好百货业态未来几年的增长空间。

但随着网络零售的继续发展以及传统百货规模的继续扩大,依托日常商品品类优势,仅满足消费者商品需求的传统百货在应对网络零售来势凶猛的渠道冲击时就显得捉襟见肘。因此,我们更看好能适应日益升级的消费者需求,以及对网络零售的冲击迅速做出反映的百货企业,我们看好:

1) 在传统百货业务之外,积极开展 B2C 业务主动开拓网上市场,并能积极保住及扩大自身市场份额的优质百货企业。如: **天虹商场、王府井**

2) 寻找精准的定位,积极开拓高端百货市场,且具备得天独厚的物业优势的二三线城市龙头百货公司。如: **鄂武商,欧亚集团,大东方**

3) 在满足消费者基础的商品需求的同时,关注消费者生活需求的购物中心业态未来将面临较为广阔的成长空间,看好以购物中心业态作为百货发展方向的公司,如: **步步高**,其百货业务未来将主要以购物中心业态开展,且近几年内将保持较高的扩张速度,看好其百货业务的发展前景。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			2011/6/15	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次
002251.SZ	步步高	22.34	0.63	0.87	1.19	35	26	19	3.9	3.5	3.0	推荐	推荐
000501.SZ	鄂武商	17.50	0.58	0.75	0.93	30	23	18	5.2	4.3	3.6	推荐	推荐
600697.SH	欧亚集团	26.58	0.83	1.11	1.39	32	24	19	4.8	4.1	3.4	推荐	推荐
600859.SH	王府井	38.50	0.90	1.5	1.88	42	26	20	4.9	4.2	3.4	推荐	推荐
600327.SH	大东方	9.21	0.43	0.54	0.66	21	17	14	2.7	2.3	1.8	推荐	推荐
002419.SZ	天虹商场	20.83	0.61	0.77	0.99	34	27	21	2.5	2.2	1.9	推荐	推荐

资料来源:长江证券研究部

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。