

对近期热点传统零售企业转型 O2O 的思考

增持 维持

报告摘要:

- **O2O 模式的本质**，是使商品与消费者相互之间可以更便捷的发现。它既要充分利用互联网的海量消息和无边界性，又要挖掘线下资源。这里面的场景化消费，是其重要的特征，它使得客户与所处的环境紧密结合，为这些客户提供与所处场景密切相关的移动互联网服务。因此 O2O 不是简单的单向过程，而是互相融合渗透的过程，更直观理解是 O&O：1、线下客户引入线上实现销售，将线下门店成为线上平台的入口资源；2、把线上客户引流到线下完成必须在线下实现的消费，以体验、娱乐、餐饮的服务业消费为主。
- **最近市场的热点切换到低估值行业，商贸零售指数也能跑进每日沪深市场板块指数的前十。**就目前的零售行业而言，我们认为商品电商化的趋势是不可逆的，而服务业有望在 O&O 中增光填色。O&O 的成功与否在两个方面：1、是否可以切实提高入口能力，这需要线下提高客户粘性，2、在客户任性的消费习惯已经被网上支付培养起来后，如何提高线下的客单价。分业态分析如下：
 - **一、去百货，转型城市综合体，做小而美：增强客户体验，发展高毛利业态。**
推荐 A 股城市综合体的标杆南京中商未来 O&O 业务延伸。（1）“小而美”是发展的方向。（2）**增强客户体验。**增强客户体验的方式是丰富完善传统百货店功能，营造高端客户的 VIP 体验，达到增加客户粘性的目的。（3）目前百货可以利用微信平台，在移动客户端为自身的流量推广开辟一个新的平台，然后实现线上线下同价，增强入口能力。（4）百货可以发展高毛利业态，从事互联网金融，实现第三方支付。
 - **二、超市：物流冷链的完善将使商超接受电商的强大冲击。**（1）**发展生鲜、中央厨房、净菜、熟食，加强冷链对乳制品配送能力。**统一菜场，减少生鲜产业链环节，从而拥有价格优势以集客。（2）**发展 O2O 业务，发挥线下优势，从而满足客户对生鲜、食品即买即用的需求。**线上优势是没有门店租金成本，送货上门，货到付款。可以对洗化类、日用品类商品，进行线下订货线上销售配送，或者线上销售、线下提货的商品可以加价销售。（3）**减少线下开大店的模式，嵌入社区，以满足线下消费者对便捷性、即买即食即用的需求。**缩减租金成本，利用生鲜集客能力引流客户到线下，发展店内日用品类、洗化类门店内虚拟销售。
 - **三、便利店：电商冲击相对较小，线上平台增强入口能力，最适合 O&O 发展“快书包”业务。**便利店以其嵌入社区、拥有稳定的客户、且本身在线下以其快速便捷的特征，受电子商务冲击相对较小。如果便利店实现 O2O 模式，将借助线上平台增加流量，增强入口能力，**我们看好“红旗连锁”转型突破的可能性。**

案例 1: 侨福芳草地购物中心——百货小而美的代表

案例 2: 微信启动百货 O2O 战略，首家落户深圳天虹商场

案例 3: 快书包的短距离快速运送

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

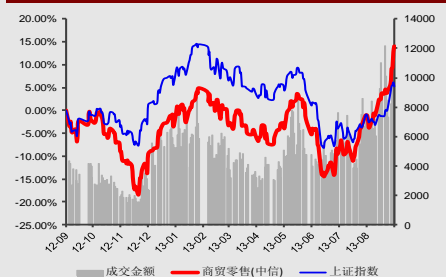
Email: chenxu@hysec.com

研究助理:

黎泉宏

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



相关研究

行业深度-新商业文明，激荡十五年

2013-09-03

公司中报简评-南京中商：业绩巨增，看好长期发展机会

2013-08-26

公司中报简评-红旗连锁：业绩平稳，向社区服务中心迈进

2013-08-23

随着电子商务对于传统零售不断的冲击，零售企业正在寻求各种转型与突破，最近 O2O 成为大家热议的话题。我们对于传统零售做 O2O 提出自己的看法。

首先，任何企业从事商业活动，绝不能忽视商业模式的本质。商业模式的本质包括两方面，一是入口能力，二是变现能力。而变现能力衡量了顾客进入后完成交易活动的情况，具体又可拆分成转化率和客单价。

O2O 模式的本质，是使商品与消费者相互之间可以更便捷地发现。它既要充分利用互联网的海量消息和无边界性，又要挖掘线下资源。这里面的场景化消费，是其重要的特征，它使得客户与所处的环境紧密结合，为这些客户提供与所处场景密切相关的移动互联网服务。

因此 O2O 不是简单的单向过程，而是互相融合渗透的过程，更直观理解是 O&O：1、线下客户引入线上实现销售，将线下门店成为线上平台的入口资源；2、把线上客户引流到线下完成必须在线下实现的消费，以体验、娱乐、餐饮的服务业消费为主。

图 1: O2O 优点多



资料来源：公开资料,宏源证券

最近市场的热点切换到低估值行业，商贸零售指数也能跑进每日沪深市场板块指数的前十，可谓是屌丝的逆袭。我们作为商贸零售分析师也非常希望看到中国零售企业能在转型突破，虽然转型之路是极其痛苦的过程，我们也希望能提供对投资者有用的投资建议。

就目前的零售行业而言，我们认为商品电商化的趋势是不可逆的，而服务业有望在 O&O 中增光填色。O&O 的成功与否在两个方面：

- 1、是否可以切实提高入口能力，这需要线下提高客户粘性，
- 2、在客户任性的消费习惯已经被网上支付培养起来后，如何提高线下的客单价。

我们在下文有分业态对如这两点做出了论述：

一、去百货，转型城市综合体，做小而美：增强客户体验，发展高毛利业态。推荐 A 股城市综合体的标杆南京中商未来 O&O 业务延伸。

在大众百货受电商 F2C、B2C 冲击严重，高端奢侈品品牌商直接网上开店、海外代购的冲击下，百货需要重塑体验娱乐消费新价值的商业模式。

(1) “小而美”是发展的方向。突破口是优化调整百货品类，通过精选商品类别、甄选品牌、定位高端时尚的体验式购物。放弃长尾做大而全，做到“有所为、有所不为”，提升客单价。

(2) 增强客户体验。增强客户体验的方式是丰富完善传统百货店功能，营造高端客户的 VIP 体验，达到增加客户粘性的目的。百货可充分利用 O2O，举办线下活动，将客户从线上引流到线下。建设城市综合体，将为顾客提供独到的娱乐休闲等服务，从而提升百货的体验功能，增强客户粘性。

(3) 目前百货可以利用微信平台，在移动客户端为自身的流量推广开辟一个新的平台，然后实现线上线下同价，增强入口能力。

(4) 百货可以发展高毛利业态，从事互联网金融，实现第三方支付。

二、超市：物流冷链的完善将使商超接受电商的强大冲击

对于超市业态而言，其庞大的线下门店网络构成了主要优势，但由于其属于劳动密集型产业。靠薄利多销，高流转生存。在租金上涨、人工上涨的环境下，超市只能获取微利甚至亏损。

对于线下超市的新商业模式在于：

(1) 发展生鲜、中央厨房、净菜、熟食，加强冷链对乳制品配送能力。统一菜场，减少生鲜产业链环节，从而拥有价格优势以集客。

(2) 发展 O2O 业务，发挥线下优势，从而满足客户对生鲜、食品即买即用的需求。线上优势是没有门店租金成本，送货上门，货到付款。可以对洗化类、日用品类商品，进行线下订货线上销售配送，或者线上销售、线下提货的商品可以加价销售。

(3) 减少线下开大店的模式，嵌入社区，以满足线下消费者对便捷性、即买即食即用的需求。缩减租金成本，利用生鲜集客能力引流客户到线下，发展店内日用品类、洗化类门店内虚拟销售。

三、便利店：电商冲击相对较小，线上平台增强入口能力，最适合 O&O 发展“快书包”业务

便利店嵌入社区，拥有稳定的客户。但增值服务（代收水电费、公交卡充值、还信用卡、代理火车票航空机票、彩票），网商开始进入，而且更有优势。虽然本身商品有一定毛利，但在租金上涨、人工上涨过程中，仅能获微利。实际在北京、上海、广州、深圳等地，并不太赚钱。代表企业包括 7-11，全家，红旗连锁等。对于便利店而言，未来的机会在于城镇化过程中消费升级。有嵌入社区的优势，便利店可以做信息传递中枢，卖广告和信息业务，如彩票、招聘、房屋中介租赁信息。

便利店以其嵌入社区、拥有稳定的客户、且本身在线下以其快速便捷的特征，受电子商务冲击相对较小。如果便利店实现 O2O 模式，将借助线上平台增加流量，增强入口能力，我们看好“红旗连锁”转型突破的可能性。

案例 1: 侨福芳草地购物中心——百货小而美的代表

北京侨福芳草地购物中心是侨福集团在中国大陆地区的第一个大型创新建筑——侨福芳草地的组成部分之一，于 2012 年 9 月 16 日正式对外开放。该购物中心紧邻北京 CBD 核心地带，建筑面积约为 13.8 万 m²，租金价格与同行业且相似地段的购物中心持平，是聚集世界顶级时装及潮流品牌的时尚购物中心。公司利用其地处核心商圈的地理优势，选取的盈利模式主要为店铺租金及自营的城市超市。公司定位客户为高端商务人士，力求在受电商冲击的大背景下寻找新的利润点。其独有的特色是世界顶级时装及潮流品牌的高端定位和丰富多元的艺术氛围，为每一位到访者带来了充满新意的独特体验。

侨福芳草地购物中心的销售范围有手表珠宝、服装配件、生活雅趣、美容保养和精品超市五大类别，进驻的品牌均为国际高端顶级品牌，例如 Breitling、Camille Fournet 及 Toni & Guy 等，其中有超过一半的品牌是大陆进驻的首家店。通过独家商户和品牌获得资源，是侨福芳草地购物中心开业的一大亮点和优势。值得一提的是，侨福芳草地购物中心的精品超市——城市超市（CITY SHOP）。城市超市是一家专营进口食品的高端超市，因其与世界时尚同步的高品质产品和亲切服务得到来自于四面八方的外籍人士和喜爱异域美食的本地顾客的推崇。

另一方面，自去年月开门迎客以来，侨福芳草地购物中心一直以相对低调的姿态展现自己的“艺术气质”。购物中心拥有多件艺术大师达利的雕塑、多件艺术作品、国内最长的室内长桥、平米的公共艺廊，获得美国 LEED 绿色认证标准铂金奖的建筑设计。芳草地并不是以艺术品的存在来增加购物中心的氛围，而是在开发前就把艺术当做整个项目的一部分，研究购物中心如何与艺术共存，设计前期，包括建筑挑高、地板、建筑材料的运用等，也在设计的同时融入了艺术理念。在后期发展艺廊和实用艺术展厅的过程中也都会有考虑。公司的执行董事 Leo 坦言，建造这个购物中心的一个奢侈目标是，让来这里的人不仅仅是来花钱而是来花时间的。因此希望用绿色建筑来创造出一个自然的环境，用艺术人文来打造一个温暖的空间，让北京市民多一个地方享受时光、享受购物、享受艺术。

案例 2: 《微信启动百货 O2O 战略 首家落户深圳天虹商场》:

9 月 10 日消息，亿邦动力网独家获悉，微信将于本周正式启动面向实体零售业态的 O2O 项目，从而完成微信商业化中电子商务的重要一环。届时，线下门店可采用微信开店的方式进行线上销售，同时用户可持微信至线下门店享受各种优惠服务。

据亿邦动力网了解，微信首批试点企业将在深圳展开，天虹商场则有望成为全国范围内第一家与微信达成战略合作的百货公司。

“这个项目本周应该可以面市，最迟不会超过中秋节。”据天虹商场相关负责人透露，微信试图将深圳天虹商场打造成微信 O2O 的行业标杆，随后有望在 10 月底将该模式复制到天虹商城更多地域的门店中去。

据悉，天虹商场股份有限公司在深圳、东莞、惠州、福州、厦门、南昌、长沙、嘉兴、苏州及北京等地开设了 34 家直营商场及 2 家特许经营商场。同时，这家中国连锁百强企

业在线上还有一家 B2C 电商平台——天虹网上商城。

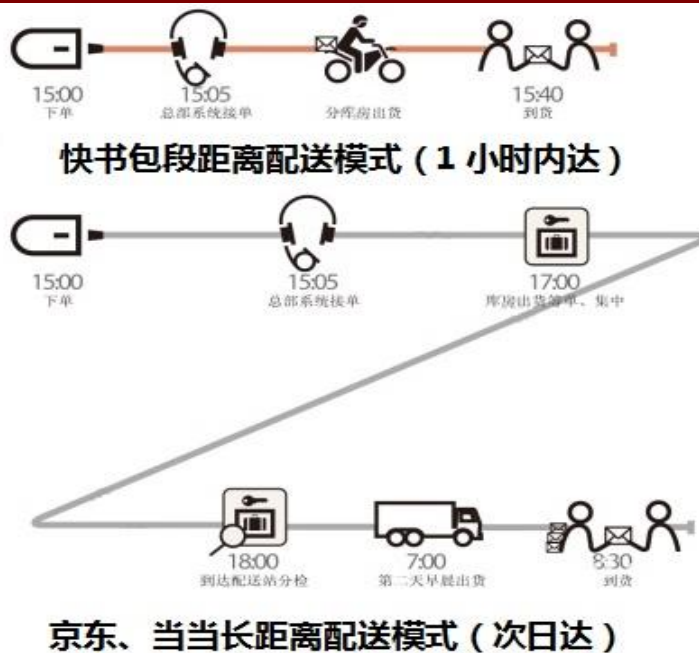
该天虹相关人士介绍，此次微信与实体百货 O2O 项目的基本逻辑完全遵循零售业务去设计，利用微信公众号内置自定义菜单，将百货公司一部分商品做到微信端可视化。

这也意味着，百货商场可以将线下业态搬到微信公众平台，以微信商店的形式展开销售。亿邦动力网发现，在这种关联之下，微信还可以实现以下几种重要功能：

- 1.打通与实体百货业务的会员体系，用户可以将微信当会员卡使用；
- 2.用户可在微信上购物并直接付款（或分阶段实现）；
- 3.在微信上买购物卡送礼；
- 4.用户可以订阅卖场内自己喜爱的品牌，打破公众账号频繁促销骚扰用户的逻辑。

案例 3：快书包的短距离快速运送

图 2：快书包与京东、当当配送模式对比



资料来源：宏源证券

快书包是 2010 年 6 月上线的一家随身网店，以短距离快速配送的模式为其主要特征，它推出全新的“一小时到货”服务，在北京、上海、西安、成都、长沙、杭州、深圳七城市的配送区域内，提供 1 小时快速配送。其商业模式可简单地归纳为“7-11”加“麦当劳”模式。具体如下：

产品、服务：北京、上海、西安、成都、长沙、杭州、深圳提供精选的 500 种图书杂志与精致休闲小食品的 1 小时快速配送。

目标客户：喜欢网购图书且购书在 300 元以上的中高端白领。

成本结构：物流体系建设（分库房租金）与维护是最大投资成本，此外网站流量 50% 来自搜索引擎，引流与 SEO 是第二成本。

盈利模式：赚取用户购买图书的差价，图书毛利率在 15-20%。

模式优点：对客户，节省图书选择的时间成本，同时提供快速配送；对企业，窄 SKU 深库存降低采购成本，减少长尾的库存成本。

模式缺点：1、图书的客单价不高、不扩充品类难以弥补高昂物流成本；2、窄 SKU 也失去了长尾资源的高毛利收益。

对于快书包而言，主要的竞争要素有两个，第一是前端窄 SKU，商品基本是选精品，在快书包模式里选精品的难度不大，因为有畅销书排行榜（当当、京东等）的帮助，据说快书包只采购销量超过 3 万册以上的图书，但在扩展其他品类时存在选品的压力。第二是合理配置区域分仓加精准估算各分仓深度从而缩短后端供应链，目前，快书包在北京、上海的城区内建设了一个个辐射范围 5 公里，可覆盖 20 多平方公里的物流配送站，正常的平均配送时间是 40 分钟；在各分仓的库存深度上，先根据区域的订单量，备有适量的库存，当库存消耗到一定程度再及时进行补货。

南京中商：告别过去，迎接未来精彩

历史遗留问题清理接近尾声与民营机制引入提高运营效率公共共振，迎业绩 V 形反转。正公司 2013 年将完全引入民营机制，对于公司经营效率指标进行严格考核。我们判断净利率未来稳态情况下将达到 8% 以上（零售行业平均净利率 4.15%，目前公司净利率 2.45%）。随着公司 2013 年销售和管理费用率的下降，以及毛利率进一步提升。同时，公司冗余人员辞退补偿、担保诉讼等历史遗留问题清理进程接近尾声，公司业绩将迎来 V 字形反转。

长期看公司业绩增长空间仍然巨大，城市综合体将显著贡献业绩。近按目前公告项目测算，公司合理价值应在 40 元，尚有 70% 空间。未来 10 年，新型城镇化大趋势将拉动公司快速成长。公司计划到 2015 年公司销售做到 300 亿左右，希望到 2020 年能开到 100-200 家店。**我们认为公司引入民营机制后，经营效率焕然一新，公司的计划可操作性强，未来将有望成为真正的全国性布局商业企业。**另外，仅按目前已公告项目看，公司大型综合体项目总建筑面积可达 162 万平米，我们粗略测算若 70% 为商业出租，则出租面积可达 113 万平米，假设 10 万平米的商业物业出租可以实现 5000 万净利润/年，则未来成熟情况下，商业综合体大概可实现每年 6 亿元租金净利润，折合 EPS 至少 2 元，按照可类比的香港上市公司华润置地的 10X PE 估值水平，租金部分 EPS 对应折合股价 20 元，商业部分稳定情况下约实现 EPS 2 元，给予 10X PE，对应已有商业部分股价 20 元。因此，即使不考虑公司未来新项目的成长性，公司合理价值应在 40 元。考虑到未来新项目的成长性，公司股价有更大上升空间。

未雨绸缪，运筹帷幄，以体验模式应对电商冲击。未来公司新建的城市综合体项目中，都将以体验为主，体验占 70%，购物占 30%。商业的部分购物功能虽然可能逐步被线上渠道替代，但娱乐、休闲、饮食等体验式消费具有不可替代性。公司在体验方面做足功夫（比如同美国梦工厂合作），细致经营，能够抗击电商冲击。

盈利预测和投资建议。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.61、2.26 和 2.89 元。公司业绩改善空间仍然较大，此外多个城市综合体项目在未来长期也将为公司贡献显著业绩，长期仍然看好公司发展，维持公司“买入”评级。

表 1: 南京中商盈利预测

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	6579.00	6027.83	8089	9723	11240
增长率 (%)	33.24%	-8.38%	34.20%	20.20%	15.60%
归母净利润(百万)	53.33	58.04	463	650	831
增长率 (%)	14.34%	8.83%	698.00%	40.34%	27.83%
每股收益	0.19	0.20	1.61	2.26	2.89
市盈率	123.81	113.77	14.26	10.16	7.95

资料来源: 宏源证券

作者简介:

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A、新华都、欧亚集团

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。