推荐（上调）

从迭代到扩张，打造社区生活服务旗舰

2018 年 04 月 03 日

盒马鲜生跟踪报告

盒马自 2016 年开业至今，乘着新零售的浪潮高速发展。目前已在全国 9 个城市开设 37 家门店，并发展 f2 便利店、南翔机器人主题餐厅、盒马集市、联营特区等多种业态模式；其不断加强内部供应链建设和自有品牌建设，深耕乳业类和酒类；此外，尝试转型云超、上线成人用品频道“盒尔蒙”、首创 7x24 小时配送服务，在电商领域开展新商业业态。未来，盒马将深化与商业地产商的合作，致力于构建社区生活中心，打造社区生活服务品牌。我们通过调研和数据分析，深挖盒马背后的新商业战略，望与读者一同感受盒马新零售的转型升级。

- **盒马商业逻辑的成功因素。**第一，消费升级给盒马带来了潜在机会，主要消费群体年轻化，消费者更注重消费品质与服务质量；第二，互联网云技术大数据和现代物流的结合为盒马的快速发展奠定基础，使得盒马鲜生减少中间环节、保持商品新鲜质量的同时大大降低运营成本；第三，移动互联网技术使会员、商品、交易的数字化成为可能，线上线下业务高度融合，线上提供快速的物流配送服务，线下增强消费者的场景体验感，双线协同作战、 完美配合，对传统零售“人、货、场“的关系进行深度重构。
- **盒马全方位多业态发展的商业模式。**近期，盒马不断尝试创新商业模式，拓展商业思维，已经在上海虹口开设 f2 便利店、在上海南翔开设首家无人新餐饮、在三江新华都进行联营输出等。此外，盒马入股新西兰乳企纽仕兰新云、与 1919 酒类直供签署新零售战略合作协议，拓展供应链；进行自有品牌日日鲜牛奶的建设；深耕成人用品领域，上线成人用品频道“盒尔蒙”；线上提供 24 小时配送服务；与 13 家商业地产商达成战略合作协议，意在重构购物中心商业模式。
- **未来盒马鲜生的新零售战略。**盒马的品牌 slogan 从此前的“有盒马购新鲜”升级为“鲜·美·生活”标志着盒马正向社区生活服务品牌转型升级。未来，盒马仍将聚焦一二线城市，通过与大润发的合作下沉至三四线城市；更强调与商业地产商的线上线下互动，帮助实现购物中心的数据化，开展“人流互融互通”的共建计划；进一步试验多业态，探索新兴商业模式，构建线上线下高度融合的盒马生态圈；不断拓宽供应链，逐步形成“生鲜+餐饮”的新格局。
- **风险提示：业务拓展不及预期，新业态发展拖累业绩**

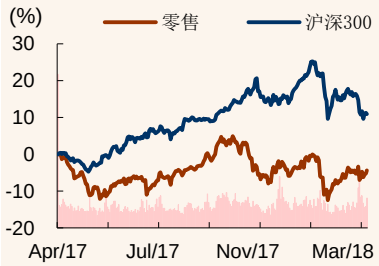
上证指数 3163

行业规模

		占比%
股票家数（只）	69	2.0
总市值（亿元）	7869	1.4
流通市值（亿元）	5412	1.2

行业指数

%			1
绝对表现	3.1	-3.9	-2.4
相对表现	6.3	-5.2	-14.9



资料来源：招商证券

相关报告

1、《商贸零售周报（2018/04/02）—新物种从迭代到扩张，加速落地》2018-04-03

2、《商贸零售周报（2018/03/25）—贸易战对零售影响甚微，同店向好带来投资机会》2018-03-25

3、《商贸零售周报（2018/03/18）—CPI 助推同店上升，零售企业布局正当时》2018-03-19

许荣聪
021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

正文目录

一、扩门店、多业态，全方位发展 4
（一）门店重点布局一二线，扩张速度快 4
（二）发展多种业态模式，进行新方法论探索 6
二、强化供应链体系建设 6
（一） 积极拓展乳业供应链 6
（二） 布局酒类供应链 7
（三）自创鲜奶品牌，深化乳业布局 8
三、深化电商服务 8
（一）转型云超，延长配送时效 8
（二）上线成人用品频道“盒尔蒙” 9
（三）首创 7x24 小时配送服务 9
四、转型发展新规划 10
（一）构建社区生活中心，打造盒区生态圈 10
（二）线上线下高度融合，与合作伙伴共享系统 10
（三）协同阿里体系资源，新零售改造方法论输出 12

图表目录

图 1：盒马鲜生门店发展情况 4
图 2：盒马客群以中高端为主 4
图 3：盒马鲜生门店分布及拓展情况 5
图 4：“超级物种”门店分布情况 5
图 5：盒马鲜生和超级物种门店发展路径对比 5
图 6：永辉生活和盒马鲜生 APP 月活人数（万） 5
图 7：首家便利店盒马 f2 落户上海 6
图 8：盒马试验全球首家无人超市 6
图 9：纽仕兰产品体系 7
图 10：盒马鲜生和 1919 酒类直供签订战略合作协议 7
图 11：盒马鲜生联合安佳推出“日日鲜”鲜牛奶 8
图 12：成人用品频道“盒尔蒙”正式上线 9
图 13：盒马首创 24 小时配送新服务 10
图 14：盒马利用大数据实现线上线下高度融合 11
图 15：盒马与商业地产携手，共构商业新模式 11

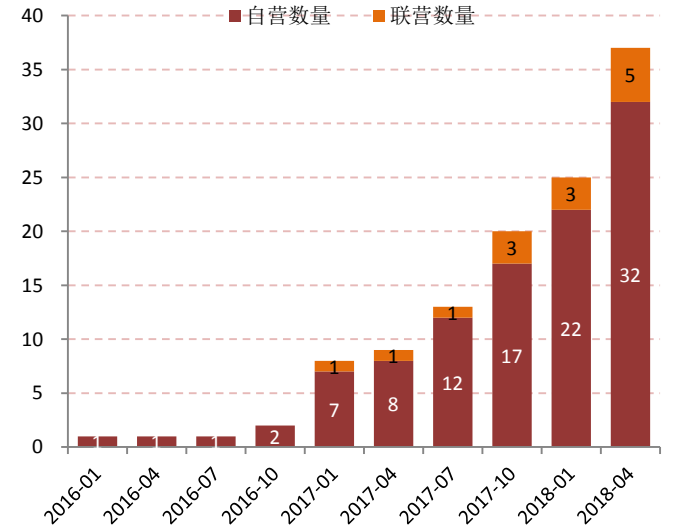
一、扩门店、多业态，全方位发展

盒马于 2016 年 1 月开出第一家门店，致力于打造“餐饮+超市+APP 电商+物流”线上线下一体化的新零售模式。作为阿里新零售先锋，近来盒马快速扩张，至今在全国一二线 9 个城市中共计开设门店 37 家，最快的门店用时 6 个月达到盈利。与此同时，盒马致力于发展多业态，尝试便利店、主题餐厅、盒马集市等多种商业模式，逐步构建盒马社区生活生态圈，发展成果显著。

（一）门店重点布局一二线，扩张速度快

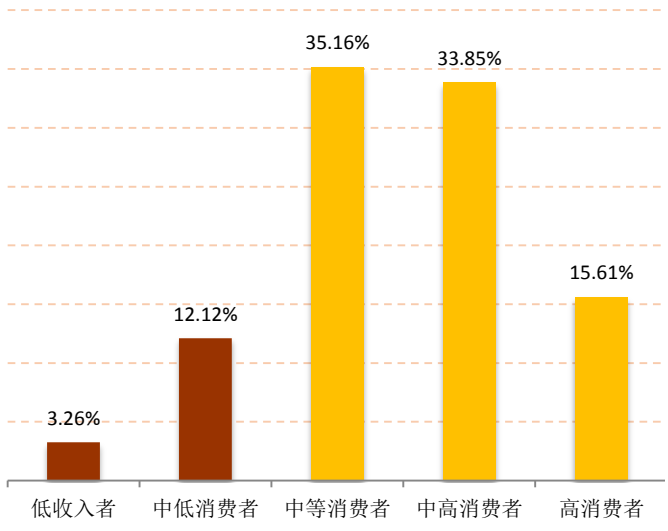
盒马门店聚焦一二线沿海城市。截止至 4 月 1 日，盒马已在全国 9 个城市开设 37 家门店，16 年新开 12 家，17 年新开 13 家至 25 家，18 年至今新开 12 家共 37 家。其中上海 16 家、北京 8 家、深圳 3 家、苏州 3 家、杭州 2 家、宁波 2 家、福州成都贵阳各 1 家。选址目前以沿海一、二线城市居多，少数内陆城市，目标群体为追求高生活品质的中高端消费者，从易观的数据来看，中高端消费者占比达 85%左右。预计今年上半年，盒马将会首次进驻广州、南京、厦门等一线沿海城市，另拓展华中地区和西北地区，华中地区总部将落户武汉。盒马计划在 1 年内新增门店 100 家，辐射城市 20 个。

图 1：盒马鲜生门店发展情况



资料来源：联商网、招商证券

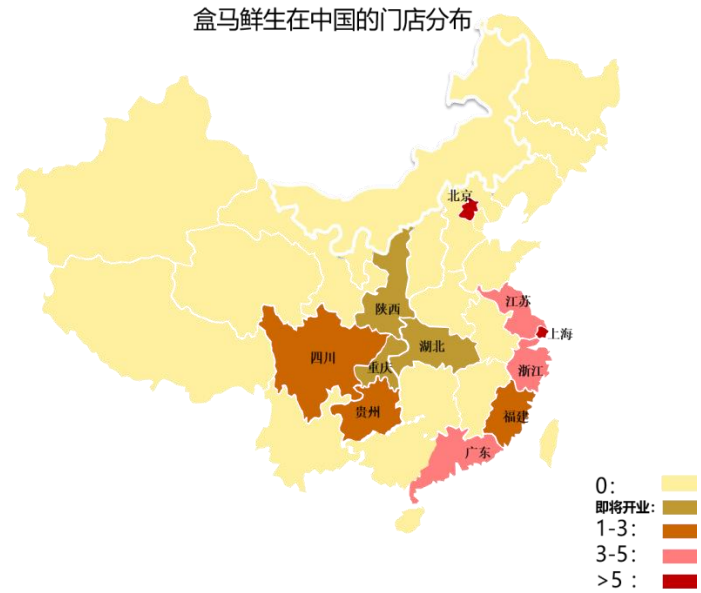
图 2：盒马客群以中高端为主



资料来源：易观千帆、招商证券

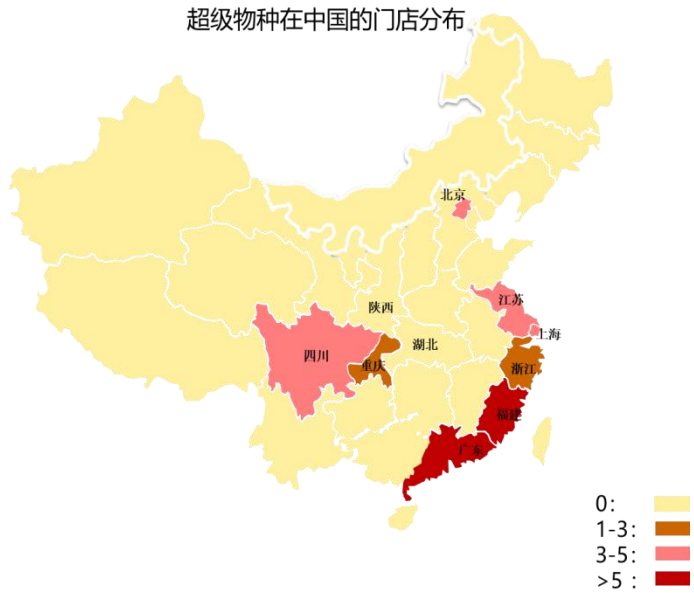
盒马鲜生与超级物种对比。截至目前，盒马鲜生与永辉超级物种门店数量持平，均为 37 家。在门店分布方面，盒马鲜生注重一二线沿海城市的开发，而超级物种门店主要分布在东部南部沿海地区，北京上海地区相对少，且更下沉至二三线城市。盒马鲜生数量占优城市为北京、上海、杭州、苏州、宁波、贵阳，多为一线沿海城市。而超级物种数量占优城市为深圳、福州、成都、南京、重庆、厦门、扬州、佛山、莆田。

图 3：盒马鲜生门店分布及拓展情况



资料来源：盒马 APP、招商证券

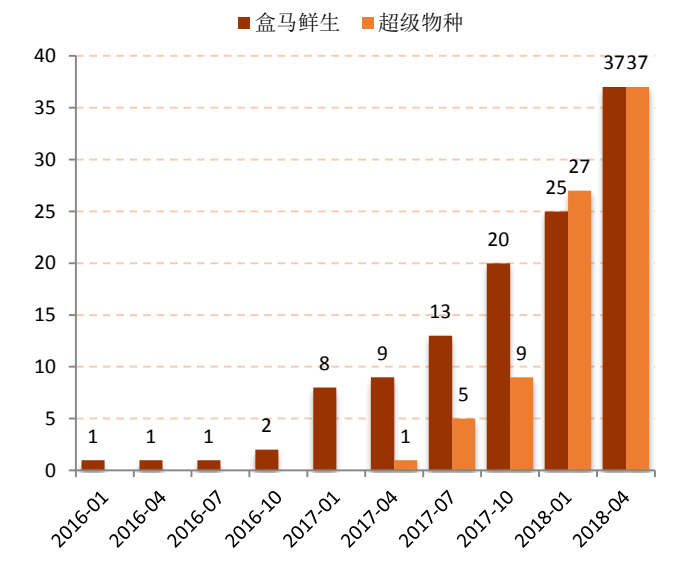
图 4：“超级物种”门店分布情况



资料来源：永辉生活 APP、招商证券

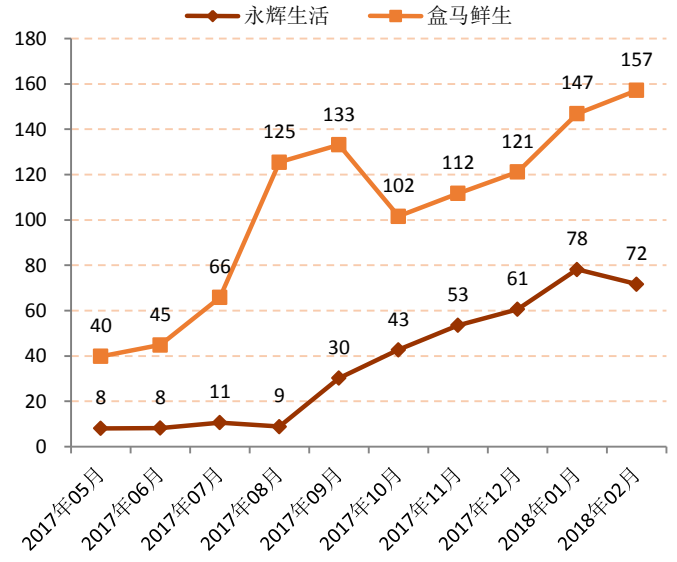
在开店速度方面，率先起步的盒马鲜生 16 年新开 12 家，17 年新开 13 家，逐步加快扩张步伐。永辉“超级物种”则后来居上，自 17 年初成立至今已扩张至 37 家，超级物种从速度上来说相对快于盒马鲜生。在 2018 年，双方均制定了门店高速扩张的战略目标，盒马鲜生计划新开门店 100 家，永辉年报中也披露“超级物种”新开店数量计划达到 100 家。

图 5：盒马鲜生和超级物种门店发展路径对比



资料来源：盒马 APP、永辉财报、招商证券

图 6：永辉生活和盒马鲜生 APP 月活人数（万）



资料来源：永辉生活 APP、招商证券

（二）发展多种业态模式，进行新方法论探索

在大店模式基本跑通后，盒马开始多种新业态尝试。近期，盒马鲜生创新开设了 f2 便利店、南翔机器人主题餐厅、餐饮小吃街等多种业态，并以淘鲜达为依托对三江门店进行改造探索，和三江、新华都等联营特定区域的盒马鲜生，意在构建线上线下高度融合的盒马社区服务生态圈，增强用户粘性。

其中，盒马旗下首家便利店盒马 f2，12 月初落户上海虹口北外滩区域的白金湾广场。f2 便利店以“fast&fresh”为标语，延续主打生鲜、餐饮，自营为主，新技术支持的理念，颠覆传统便利店模式，环形设计围绕生鲜、餐厅而展开的同时也囊括了包装零食、饮料等传统品类。

日前，盒马鲜生在上海嘉定南翔推出机器人主题餐厅，面积 7000 平方米，全面采用机器人布局的餐厅和超市，首选自动化设备，除去具有盒马特色的高品质商品外，超市内还设有免费 wifi，自助结账等设备，大幅提升了实体门店“自主购物”的体验。

图 7：首家便利店盒马 f2 落户上海

资料来源：草根调研、招商证券

图 8：盒马试验全球首家无人超市

资料来源：网络资料、招商证券

二、强化供应链体系建设

作为创新型超市，供应链仍然是核心壁垒之一，盒马也在不断加强内部供应链建设，一方面阿里入股纽仕兰新云深耕乳业、与 1919 酒类直供达成战略合作关系拓展酒类餐饮，另一方面自建品牌“日日鲜”鲜牛奶、自营品类规模逐步提升，逐步形成强大的供应链体系。

（一）积极拓展乳业供应链

17 年 12 月 21 日，阿里通过增资的方式认购大康农业控股子公司纽仕兰新云(上海)电子商务有限公司（以下简称“纽仕兰新云”），阿里向纽仕兰新云缴付 2.33 亿元，增资完成后将持有纽仕兰新云 40%股权。纽仕兰新云主要从事进口贸易业务，负责中国市场的原产新西兰乳制品销售，阿里此番收购意在开拓乳业供应链，为盒马在乳品方向的发展提供助力。

图 9：纽仕兰产品体系

资料来源：招商证券

（二）布局酒类供应链

18 年 3 月 21 日，1919 酒类直供与盒马鲜生在成都签署新零售战略合作协议，双方宣布将在酒类供应链及新零售领域进行深度合作。1919 是中国酒类流通行业第一家公众公司，是仅次于天猫、京东后的第三大酒类开放平台，目前拥有 1500 多个品牌入驻。1919 酒类直供成为盒马全国市场的酒类供应商，双方基于大数据和消费画像，从 1919 旗下 10000 多款酒类产品中，为盒马鲜生的消费者精选更契合当地消费市场的产品，帮助盒马鲜生拓展酒类供应链。

图 10：盒马鲜生和 1919 酒类直供签订战略合作协议

资料来源：网络资料、招商证券

（三）自创鲜奶品牌，深化乳业布局

17 年 12 月 12 日，盒马鲜生宣布与新西兰乳企恒天然集团旗下乳制品品牌安佳达成战略合作，推出“盒马-安佳”日日鲜鲜牛奶。阿里新入资的纽仕兰新云则是恒天然的新西兰原奶供应商之一，同时也是蒙牛特仑苏的奶源供应商。此举意味盒马深耕乳制品领域，深化乳业布局，不断向牛奶上游领域的渗透，力图重构中国牛奶市场，从生产端到零售终端打破鲜奶行业的高壁垒，实质解决中国牛奶供应链问题，并形成盒马鲜生加码乳业的新格局，进一步朝生鲜加餐饮的战略迈进。

图 11：盒马鲜生联合安佳推出“日日鲜”鲜牛奶

资料来源：盒马、招商证券

三、深化电商服务

盒马成立至今不断深耕生鲜品类电商服务，生鲜品类电商渗透率显著提高。而今，盒马转型云超、上线成人用品频道“盒尔蒙”、首创 7x24 小时配送服务，不断在电商领域尝试新商业业态，深化其电商服务。

（一）转型云超，延长配送时效

4 月 1 日，盒马云超将在北京上线，SKU 限定 2 万以内，配送时效延长为次日达。盒马云超首先是在订单量集约到一定数量，再启动仓库作业。在知道当天订单量的精确数量和商品分类之后，再找最佳出仓方法。盒马云超还取消了 B2C 电商意义上的分拨中心，商品从物流中心出货后，直接用大卡车夜间运到盒马鲜生门店。因此，云超具有 3

大优化特点：一商品精选；二配送员机制；三做“地利”的文章——线路订单制。这三者在盒马鲜生门店的统筹下辐射至门店三公里半径内的顾客群，放弃即时速度，只做次日达；不做电商化规格的商品和大卖场范畴的普货，只做商品精选。

（二）上线成人用品频道“盒尔蒙”

3 月 19 日，盒马成人用品频道“盒尔蒙”正式上线，上海用户已经可以通过盒马 App 买到约 700 种成人用品，其中超过 50 种可以实现“30 分钟必达”。考虑到类目的私密性，“盒尔蒙”具备隐私功能：在所有推荐中不会看到相关产品；增加订单删除功能。“盒尔蒙”是盒马第一次在生鲜之外为某一品类开辟专属频道，这标志着盒马开始深耕成人用品领域，不断挖掘盒区用户的更多需求，丰富生活服务场景，为盒区用户打造全方位的社区生活中心。4 月下旬开始，盒尔蒙频道将从上海逐步向北京等其他城市铺开。

图 12：成人用品频道“盒尔蒙”正式上线

资料来源：盒马 app，招商证券

（三）首创 7x24 小时配送服务

盒马成为全球首个实现 24 小时配送的商业业态。为满足用户的夜间需求，上海和北京的 25 家盒马门店已全部实现“24 小时服务”，在晚间 22:00 至次日早 7:00 门店闭店时，消费者依然可以使用盒马 App 下单，并享受最快 30 分钟送达的配送到家服务，夜间配送用户需支付 8 元配送费。夜间服务仍然是依托线下门店，因此仓储费用不会有额外的提升，夜间配送成本更高（配送员夜班公司通常大于白天），同时客单价更小（夜间多为即时性需求），因此盒马采取向用户收取 8 元配送费来覆盖履单成本的措施。24 小时配送是盒马迈向社区生活服务品牌的重要一步。

图 13：盒马首创 24 小时配送新服务

资料来源：网络资料、招商证券

四、转型发展新规划

3 月 31 日，盒马的品牌标语从“有盒马购新鲜”升级为“鲜·美·生活”，这标志着盒马正向**社区生活服务品牌**转型升级。根据盒马鲜生 CEO 侯毅先生对其未来方向的多次深入发言及盒马近来不断的动作，我们总结盒马战略升级新规划：

（一）构建社区生活中心，打造盒区生态圈

打造“三公里理想生活区”。未来，盒马将加速引入生活服务业态，进一步试验便利店、餐饮街等多业态，创新探索新兴商业模式，提出新餐饮理念，挖掘并满足消费者全方位多层次的消费需求。门店成为紧密连接周边社区居民的聚点，构建线上线下高度融合的盒马生态圈，并将最快 30 分钟送达的物流能力向联营商家输出，让盒马真正成为社区生活中心。

（二）线上线下高度融合，与合作伙伴共享系统

通过线上服务和线下支付获取的用户大数据未来应用场景丰富，包括精准营销、商品结构调整和选址布局。精准营销方面，通过线上和门店收集到的大数据对用户精准定位，进一步进行针对性营销，对于流失用户定期监控，采取推送、送消费券等方式挽留用户；商品结构方面，利用大数据分析商品受欢迎程度以重置商品仓储和布局，根据用户价格敏感度及时调整商品定价；选址布局方面，监控门店所在地区的人流数量密度，精准定位周边客群特征，最大化门店布局效益。并且期待在不久的未来，能将这种大数据采集、应用和技术整个体系与盒马合作伙伴共享，丰富合作模式。

图 14：盒马利用大数据实现线上线下高度融合

资料来源：网络资料、盒马 APP、招商证券

3 月 28 日，盒马鲜生跨界举办商业地产峰会，宣布与 13 家全国性地产商正式签订新零售战略合作协议。这十三家地产公司包括印力、新城 、恒大、碧桂园、融创、世茂、佳兆业、中海、复地、银泰、合景泰富、居然之家、嘉豪商业。

优势互补，重构商业模式的愿景。一方面，盒马希望通过与商业地产的合作更好地触达这些服务业，拓展盒区生态圈；另一方面，盒马利用自身大数据云计算优势，与实体零售业共同探讨新零售形势下购物中心的运作方式，愿意参与到购物中心的数字化运营管理中，帮助购物中心优化利用线上流量，实现购物中心的数据化和商业升级。与商业地产、购物中心开展“人流互融互通”的共建计划。

图 15：盒马与商业地产携手，共构商业新模式

资料来源：网络资料、招商证券

（三）协同阿里体系资源，新零售改造方法论输出

未来盒马会进一步落实马云提出的打通线上、线下、物流的构想，借助阿里集团的资源，满足消费者不同场景下的需求，通过仓配一体化的物流做到及时的响应。2017 年 9 月阿里集团 53 亿元增资菜鸟，持股比例从 47%增至 51%，展现出加码物流配送方面发展的决心。近期以 95 亿美元全资收购饿了么，旗下的蜂鸟配送体系也能够给盒马的到家服务提供一定助力，同城即时配送能力的保障能够为盒马的快速扩张提供支撑。同时，盒马在阿里体系内部承担超市领域方法论探索的功能，随着越来越多业态和领域的跑通，也会承担向阿里体系内其他超市企业方法论输出的功能。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，紧跟市场热点，产业人脉丰富。

宁浮洁，南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰，主要方向为超市和电商等。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。