

2018年11月25日

解码零售新趋势：付费会员制

——商业贸易行业周报（1119-1123）

看好

相关研究

本期投资提示：

- **零售行业试水付费会员制，电商是主要参与者。**（1）**外资付费会员制企业多因“水土不服”先后退出中国市场**，最初进入中国的外资付费会员制企业多数已经退出，目前沃尔玛山姆会员店、亚马逊 Prime 会员仍在中国市场；（2）**电商是国内付费会员制的主要开拓者**。2015年京东推出 PLUS 会员，成为国内首个付费会员本土化电商企业，苏宁易购、唯品会等电商紧随其后；（3）**实体零售企业付费会员制制度推进缓慢**。2015年11月永辉超市在上海开出首家会员店，是首批采用付费会员制中为数不多的成功企业。
- **流量价值挖掘驱动付费会员制快速发展。**（1）零售增速放缓，网购红利减退，中国零售市场进入品质提升阶段；（2）头部电商月活增速放缓，广告获客成本提升，增量驱动的增长方式即将结束，流量价值提升成为新的驱动力；（3）付费会员制符合个性化消费理念，多元消费需求驱动零售企业提供差异化商品或服务；（4）付费会员制提升零售效率，帮助商家获得高粘性用户，带来长期、稳定、重复的现金流；（5）付费会员制为企业培养高忠诚度用户，建立一个长期稳定的市场，提高企业的竞争力；（6）优质消费体验吸引消费者为服务溢价买单。
- **国内主要的付费会员制电商企业：**（1）**阿里推出 88VIP 服务**。通过 88VIP，阿里实现淘宝向零售体系的业务导流，纵向挖掘用户价值。实现阿里生态体系业务导流，横向完成不同业务体系之间的交互和会员数据共享，扩大存量用户的消费频次和金额；（2）**京东推出 PLUS 会员**。PLUS 会员体系有助于留住活跃的、高价值的用户。PLUS 会员聚焦消费打造“折扣+服务+增值服务”组合拳，将高品质服务提供给 PLUS 会员；（3）**苏宁易购推出 SUPER 会员**。SUPER 会员打造苏宁集团内部体系全场景链接器，同时 SUPER 会员与智慧零售的结合将是苏宁易购未来看点，SUPER 会员有望打通线上线下消费场景，实现线上会员与线下门店的互动，将苏宁易购各个零售业态串联在一起。
- **上周市场整体疲软，商业贸易板块跑输大盘。**截至周五（11月23日）收盘，上证综指收于 2579.48 点，周跌幅 3.72%；沪深 300 指数收于 3143.48 点，周跌幅 3.51%；创业板指收于 1308.74 点，周跌幅 6.74%；中小板指收于 5043.90 点，周跌幅 5.64%。行业板块方面，商业贸易上周市场表现弱于大盘，在 28 个申万一级子行业中排名第 14，处于中游水平。申万商业贸易行业整体周跌幅为 4.50%，跑输沪深 300 指数 0.99pct；一般零售子板块周跌幅 3.70%，跑输沪深 300 指数 0.20pct；专业零售子板块周跌幅为 6.17%，跑输沪深 300 指数 2.66pct。
- **投资建议。**短期来看，节假日和电商促销对居民消费拉动有明显作用，但下半年来居民消费信心不足，消费短期承压；中长期来看，个税起征点调整和个税专项附加扣除政策的实施将提高居民可支配收入，随着高层有关促进消费体制机制、进一步激发居民消费潜力等政策的逐步落实，我们对未来消费趋势保持谨慎乐观态度。建议重点关注全国超市龙头、具备生鲜壁垒的永辉超市；区域生鲜龙头、具备物流优势和机制优势的家家悦；智慧零售赋能、线上线下深度融合的苏宁易购；全国性百货企业、持续推进新零售战略布局的天虹股份、王府井；享受婚庆人口红利，持续深耕三四线市场的周大生。

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818×7480
wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

1. 周专题——流量价值挖掘驱动付费会员制发展

1.1 付费会员制是什么

零售付费会员制本质特点是二次付费，消费者不仅要购买商品或服务，还需要为会员身份买单，而数字化产品付费制、服务业付费制、消费聚会平台付费制下会员身份与消费行为是重叠的，不需要进行二次付费。因此，需要说明本文所讨论的是零售付费会员制。

图 1：付费会员制包括零售付费会员制等 4 大类



资料来源：亿欧智库，申万宏源研究

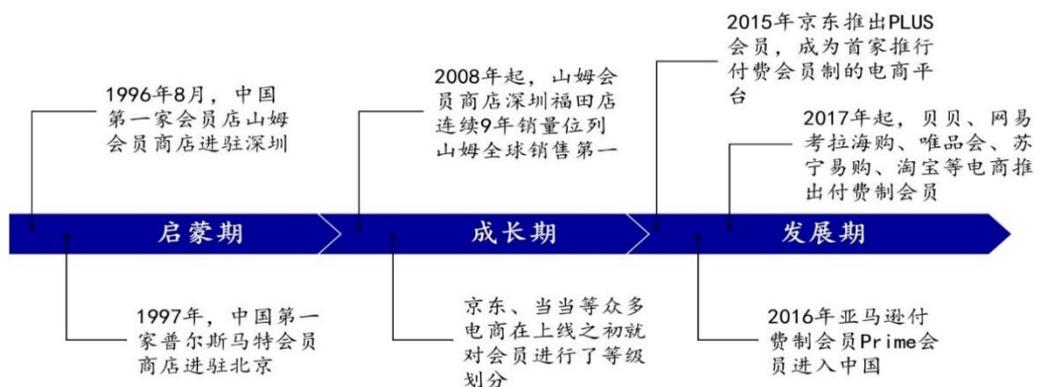
付费会员制起源于欧洲的俱乐部制度，20 世纪 80 年代就已成为欧美国家商家常用的促销形式。20 世纪 90 年代付费会员制进入中国，从引进到现在经历了三个发展阶段：

启蒙期：20 世纪 90 年代，外资零售企业沃尔玛山姆会员店、麦德龙、普尔斯马特会员商店等将付费会员制引入中国，初期以仓储会员店为主。

成长期：21 世纪初，国内零售企业开始将付费会员制视为业务运作体系，积分累积、会员礼物、折扣、会员日等营销模式出现，京东、当当等电商也开始尝试付费会员制。

发展期：随着零售业竞争加剧，零售企业开始利用付费会员制管理与用户的关系，通过差异化运营增强用户粘性，提高用户忠诚度，电商开始通过付费会员制提供差异化服务。

图 2：1996 年 8 月中国首次出现付费会员制商店



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

国内零售付费会员制发展缓慢。(1) 外资零售企业多因“水土不服”而先后退出，最初进入中国的外资付费会员制企业多数已经退出，目前沃尔玛山姆会员店、亚马逊 Prime 会员仍在中国市场；(2) 电商是国内付费会员制的主要开拓者。2015 年京东推出 PLUS 会员，成为国内首个付费会员本土化电商企业，苏宁易购、唯品会等电商紧随其后；(3) 实体零售企业付费会员制度推进缓慢。2015 年 8 月物美旗下尚佳会员店开业，一年后宣告失败。2015 年 11 月永辉超市在上海开出首家会员店，是首批试水付费会员制唯一成功的企业。2016 年 9 月正大会员制仓储超市开业，2018 年 5 月被卜蜂莲花整合。2017 年以后银泰、便利蜂、好邻居分别推出付费会员店。

表 1：国内市场主要的采用付费会员制的企业

类别	企业	收费标准 元/年	预计省钱 元/年	会员 折扣	专属 客服	无忧 退换货	会员日	物流优惠	其它
外资企业	沃尔玛山姆会员商店	260		√	√	√		满 2 千送货到家	
外资企业	亚马逊 Prime 会员	288		√		√	√	国内包邮 海外 200 包邮	免费电子书
电商	淘宝 88VIP	88 888	近千元	√					通享多方会员
电商	京东 PLUS 会员	168	1012	√	√	√		360 元自营运费券 免费上门退换货	10 倍返还京东豆 专属购物节
电商	苏宁易购 SUPER 会员	149	917	√	√	√	√	120 元自营运费券 120 元国际直营运费券	2%返利 5 千本免费电子书
电商	唯品会 超级 VIP	199	880	√		√		无限包邮	
电商	网易考拉黑卡 VIP	279	4271	√	√	√	√	260 元运费券	260 元税费券
电商	网易严选 超级会员	149	2034	√	√	√		360 元运费券	双倍积分
零售企业	永辉超市 超级会员	100	880	√			√		余额返现、奖励金
零售企业	银泰 INIME365 会员	365	999	√		60 天退换货		全国包邮	
零售企业	便利蜂 超级会员	298	921	√					满 40 减 15，5%返利 免费骑车、咖啡券

注：采用付费会员制的零售企业还有每日优鲜、网易严选、小红书、好邻居会员店等

资料来源：公司官网、公司 APP，申万宏源研究

1.2 付费会员制为什么能快速发展

零售增速放缓，网购红利减退，中国零售市场进入品质提升阶段。随着宏观经济增速和居民可支配收入增速放缓，中国零售行业增速同步放缓。2018 年 1-10 月社会消费品零售总额 30.98 万亿，同比增速 9.20%，增速同比下降 1.1 个百分点。2017 年网络购物规模 7.18 万亿，同比增速 34.74%，增速同比下降 4.45 个百分点。

图 3：2008 年以来社零增速持续放缓


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

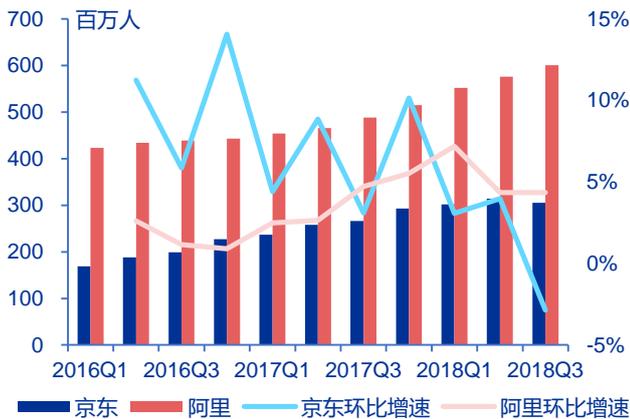
图 4：2017 年网购市场规模增速达历年最低点


资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

头部电商月活增速放缓，广告获客成本提升，增量驱动的增长方式即将结束，流量价值提升成为新的驱动力。

(1) **阿里、京东月活环比增速放缓。**2018 年第三季度阿里月活 6.0 亿，环比增长 4.34%，增速下降 0.01 个百分点。京东月活 3.1 亿，环比增长 -2.87%，增速下降 6.84 个百分点；

(2) **电商广告获客成本提升。**2016 年网购单用户承担的电商广告成本达 186.6 元，预计 2019 年将达到 351.6 元，较 2016 年增长 16.12%

图 5：头部电商月活环比增速放缓至个位数


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：2019 年电商广告获客成本预计将达 351.6 元


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

付费会员制符合个性化消费理念，多元消费需求驱动零售企业提供差异化商品或服务，超过 50% 的消费者愿意为了更高的购物品质付出 10%-20% 的溢价。随着经济发展水平和居民消费能力不断提升，80 后、90 后新生代消费群体成长，以及互联网、物联网、大数据等新兴技术广泛应用，我国进入个性化升级的新消费时代。新时期的消费者不再仅仅关注价格，更多基于个人消费意愿提出差异化消费需求。

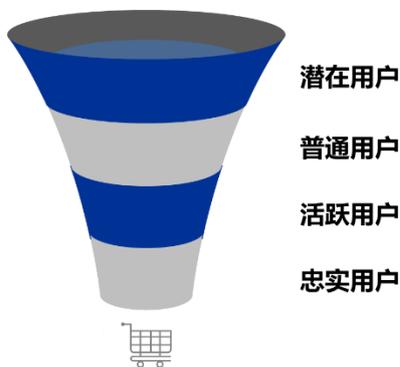
图 7：中国进入个性化消费新时代



资料来源：TalkingData，申万宏源研究

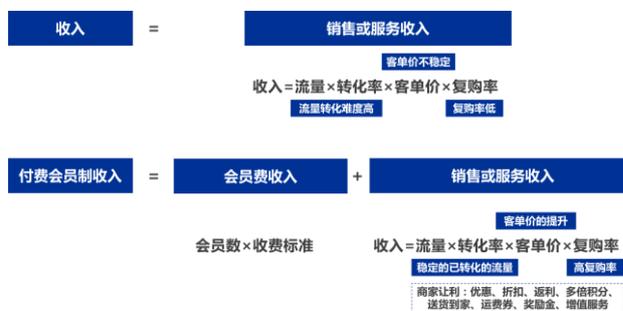
付费会员制提升零售效率，帮助商家获得高粘性用户，带来长期、稳定、重复的现金流。（1）零售的本质是效率的提升，即零售=流量×转化率×客单价×复购率，要不断的提升流量、转化率、客单价、复购率这四个参数。付费会员制就像一个漏斗，从普通用户中筛选出高忠诚度用户，获得稳定的已转化的流量、高客单价、高复购率；（2）付费会员制度的建立会让零售商家让渡一定的利润空间，但更优质的购物体验将更有利于提升消费者粘性。同时，由于信任的建立需要体验、经历，因而让陌生消费者决定购买的难度，远超让老用户再次购买的难度，企业适度让利的成本将远低于开发新用户所需成本。

图 8：付费会员制通过筛选锁定高价值用户



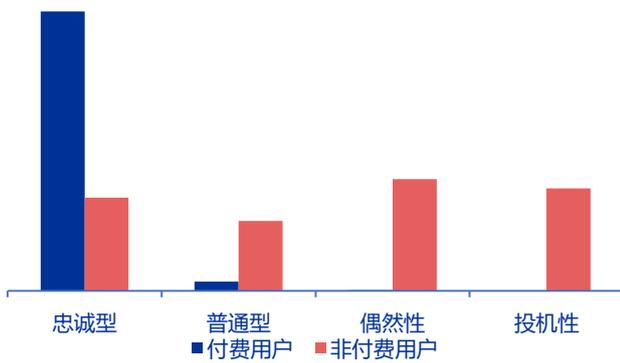
资料来源：亿欧智库，申万宏源研究

图 9：付费会员制提升零售效率

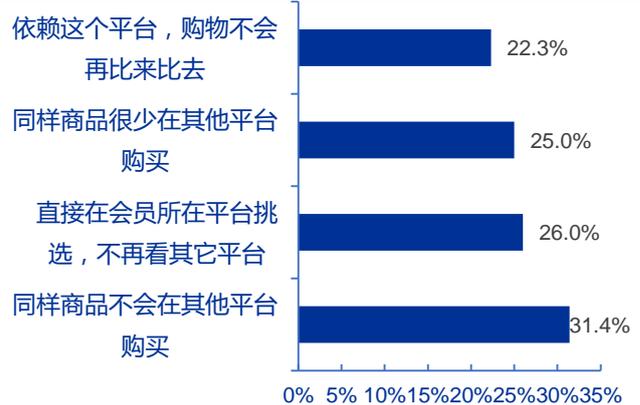


资料来源：申万宏源研究

付费会员制为企业培养高忠诚度用户，建立一个长期稳定的市场，提高企业的竞争力。企业的商品或服务会给付费用户打上深深的烙印，培养他们的消费惯性，提升消费忠诚度。艾瑞咨询数据表明，大多数的付费用户忠诚度远高于非付费用户，非付费用户消费的偶然性、投机性较高。在已经加入会员的用户中，31.4%的用户表示同样的商品不会再在其他平台购买，26.0%的用户会直接在会员平台购物，不再看其他平台。

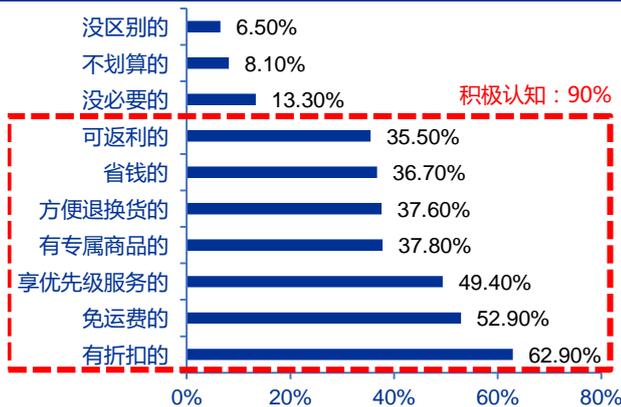
图 10 :付费用户的忠诚度远高于非付费用户(2017)


资料来源：艾瑞咨询（据图表形状作图），申万宏源研究

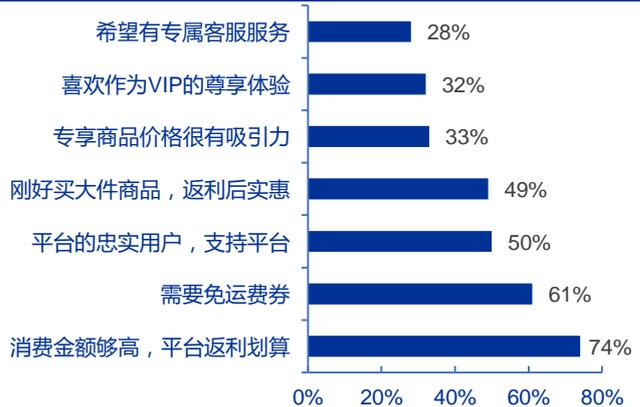
图 11 : 用户加入会员后的感受 (2017)


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

优质消费体验吸引消费者为服务溢价买单。(1) 90%的消费者对付费会员的认知是积极的，一半及以上的消费者对付费会员的认知是有价格折扣的、免运费的、可享受优先级服务的；**(2) 多数消费者因为更优质消费体验而选择开通付费会员**。在开通付费会员的原因中，74%的消费者是因为平台返利划算，61%的消费者是为了获取免运费券。

图 12 :90%消费者对付费会员认知是积极的(2017)


资料来源：艾瑞咨询（据图表形状作图），申万宏源研究

图 13 : 消费者开通付费会员的原因 (2017)


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

1.3 付费会员制应用在哪些场景

从是否拥有消费资格角度，付费会员模式分为单轨模式和双轨模式，例如山姆会员店仅付费会员拥有消费资格，属于单轨模式；京东网上商城 PIUS 会员和非会员均拥有消费资格，属于双轨模式。

从付费会员体系数量角度，付费会员体系分为单会员体系和多会员体系，例如京东旗下仅有 PIUS 会员，对垂直零售业务发挥商业价值，属于单会员体系；阿里旗下拥有淘宝 88VIP、虾米音乐路 VIP、优酷 VIP、饿了么超级会员等多个会员，其商业价值作用于多条业务线，属于多会员体系。

图 14：付费会员模式分为单轨制会员和双轨制会员

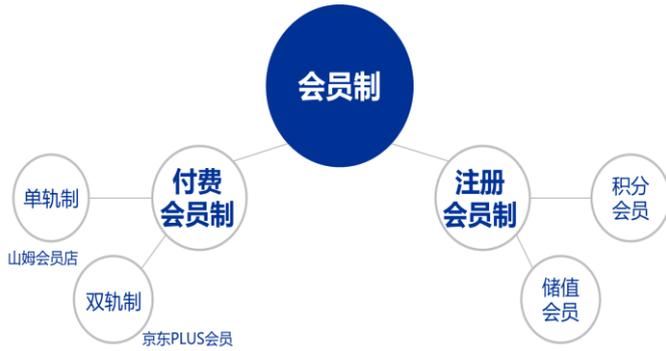
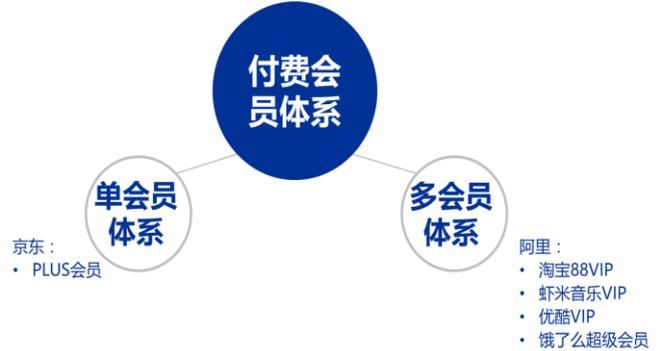


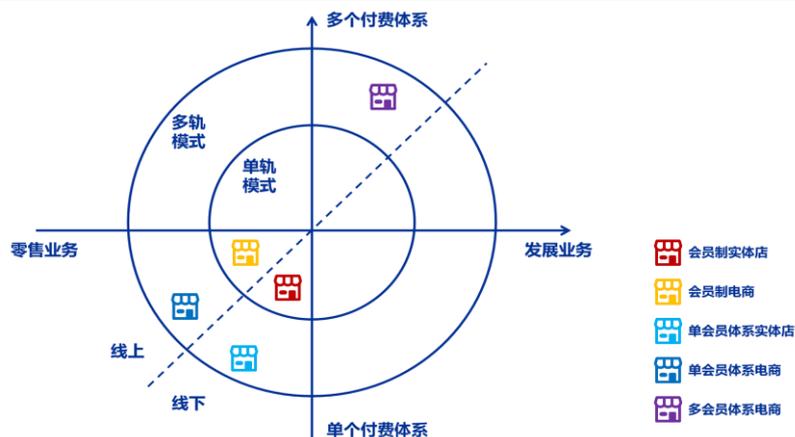
图 15：付费会员体系分为单会员体系和多会员体系



根据不同的付费会员模式和付费会员体系，再结合线上和线下不同的商业模式，付费会员制度包括 5 个消费场景：

- (1) **会员制实体店**。线下商超,以仓储型超市为主,采用单轨模式和单个付费体系,会员费收入是主要的收入来源。主要代表企业有 Costco、BJ's Wholesale、山姆会员店；
- (2) **会员制电商**。电商企业,按月订购为主,采用单轨模式和单个付费体系,会员费收入是主要的收入来源。主要企业有 Wantable、BirchBox、bombfell、会过、CHAMPZEE 垂衣、YCLOSET 衣二三、小鹿森林等；
- (3) **单会员体系实体店**。线下商超,多为购物中心、超市、便利店,采用双轨模式和单个付费体系,付费会员能享受折扣、返利、多倍积分、送货到家等优惠。主要企业有永辉超市、银泰、便利蜂、好邻居等；
- (4) **单会员体系电商**。电商企业,采用双轨模式和单个付费体系,付费会员能享受折扣、返利、多倍积分、物流券等优惠。主要企业有京东、唯品会、网易严选、网易考拉、每日优鲜、小红书等。
- (5) **多会员体系电商**。电商企业,采用双轨模式和多个付费体系,为用户提供多层次消费体验。主要企业有阿里、亚马逊、苏宁集团等。

图 16：付费会员制度包括 5 个消费场景



资料来源：亿欧智库，申万宏源研究

1.4 国内主要的付费会员制企业有哪些

1.4.1 阿里：88VIP

2018年8月阿里推出88VIP服务，(1)88VIP让用户享受折上折专属折扣，提供“吃喝玩乐一条龙”服务，88VIP会员权益包括购物“折上折”、专属折扣、吃喝玩乐权益打通；(2)付费会员与非付费会员相结合，付费会员门槛相对高。淘气值1000以上享受88元开通，1000淘气值以下需要888元才能开通。在购物折扣上，88元开通会员服务的用户仅需在天猫超市、天猫国际直营消费满1760元就可以完全抵消会员费用，而888元开通的用户则需要消费满17760元才能完全抵消会员费用；(3)下一步阿里还会将盒马、飞猪等其他生态纳入88VIP体系，加入新零售业态，扩大合作品牌数量，天猫平台有15万个品牌，收到报名的已有1000家，第一期只开放了88个。

88VIP从零售端向阿里生态体系实现联动输出，打通会员消费行为数据。通过88VIP，阿里实现：(1)淘宝向天猫、天猫国际、天猫超市等零售体系的业务导流，纵向挖掘用户价值，提升用户粘性；(2)实现向优酷、饿了么、淘票票、虾米音乐的等阿里生态体系业务导流，横向完成不同业务体系之间的交互和会员数据共享。2018年9月数据显示每100个88VIP会员里有38个是优酷新VIP会员；(3)扩大存量用户在其体系内的消费频次和金额。

图 17：阿里通过 88VIP 实现淘宝入口向阿里体系业务导流



资料来源：淘宝 APP、亿欧智库，申万宏源研究

1.4.2 京东：PLUS 会员

2015年10月京东推出PLUS会员。(1)PLUS会员增速迅猛。2016年1月至2017年9月PLUS会员数量月复合增长率高达29.2%，销售额月复合增长率达26.6%。截止2018年9月PLUS会员数量突破千万；(2)高性价比是用户持续付费的主要驱动。省钱是PLUS会员主要考虑因素，大量的优惠活动或免费体验的刺激，其次是服务体验和专属感。

京东 PLUS 会员体系有助于留住活跃的、高价值的用户。(1) PLUS 会员的主要人群是一个有较强消费能力的,高增长、高回报、高黏性群体。PLUS 会员画像中,65%的会员为 35 岁以下的年轻群体,近 60%的会员居住在一二线城市,89%的会员是本科及以上学历人群,98%的会员是忠诚型用户,PLUS 会员的购物频率和平均消费金额均高于非 PLUS 会员;(2) 京东聚焦消费打造“折扣+服务+增值服务”组合拳,将高品质服务提供给 PLUS 会员,这对于拥有较高可支配收入和较少业余时间、有较稳定的消费需求和购物频率的消费者来说是一个日渐增长的需求。

图 18 : 京东 PLUS 会员聚焦消费打造“折扣+服务+增值服务”组合拳



资料来源：京东 APP、亿欧智库，申万宏源研究

1.4.3 苏宁易购：SUPER 会员

2017 年 12 月苏宁易购推出 SUPER 会员。(1) SUPER 会员植根苏宁集团整个产业体系,实现横向业务渗透。SUPER 会员可以同步享受苏宁集团 PP 视频、PP 体育、苏宁阅读 VIP 服务(但该过程不可逆,即后三者 VIP 会员不能享受 SUPER 会员服务);(2) SUPER 会员实现苏宁集团会员账号打通。SUPER 会员账号可以登录苏宁集团各个业务平台,实现集团内部业务协同、数据共享。

苏宁易购 SUPER 会员聚焦年轻群体,未来或与智慧零售战略结合。(1) SUPER 会员的主要人群为年轻一代消费者,更愿意为观赛、观影、电子书阅读等专享权益付出溢价。SUPER 会员画像中,55%会员为男性,超过 80%的会员为 18 至 35 岁人群,SUPER 会员人均消费金额比非会员高出了 350%,最爱购买的是苏宁超市、3C 数码、百货商品;(2) SUPER 会员体系与智慧零售的结合将是苏宁易购未来看点,在智慧零售战略引导下,苏宁易购在线上实现流量聚合和品类扩展,在线下构建差异化消费场景竞争优势。SUPER 会员不仅能够优化消费体验,刺激用户消费,还有望打通线上线下消费场景,实现线上会员与线下门店的互动,将苏宁易购各个零售业态串联在一起。

图 19：苏宁易购 SUPER 会员实现苏宁集团内部消费全场景打通



资料来源：苏宁易购 APP、亿欧智库，申万宏源研究

2. 本周投资建议

国际局势波动及收入预期下滑影响居民消费意愿。预计当前宏观预期对零售行业各子版块都会有一定影响，短期 CPI 预期维持温和通胀，我们看好超市板块受益。

超市板块，长期看好高确定性龙头，全国型龙头推荐永辉超市，区域型龙头建议关注家家悦。永辉超市短期受激励费用及云创业务亏损拖累，预计未来几个季度将持续受到影响，但核心主业长期成长确定性高。成长空间方面，永辉以生鲜为特色和经营优势的模式不仅能够成功实现跨区域扩张，而且还能够有效对抗线上冲击，成为国内唯一实现全国化布局的超市，已经成功进入全国 21 个省市。经营业绩方面，永辉从 2016 年开始加速展店带动收入增速不断提高，2017 年营收增长 19%，2018 年前三季度营收增长 21.67%，三季度增长 22%，随着 2018 年公司展店加速，公司的营收将持续提升。家家悦供应链优势突出，向胶东区外扩张带来确定性增长，二季度收入利润均录得两位数增速。

百货板块，推荐估值处于底部、逆周期展店、经营管理改善的个股，首推天虹股份、王府井。天虹股份自去年四季度起，通过轻资产模式拓展新店+快速调改老店，营收取得显著提升，大量新增的体验性业态，重新吸引客流回归。目前储备项目充足，未来 3 年展店有望加速，此外公司设立市场化股票增持计划充分调动管理层和员工的积极性，同时彰显公司对未来发展的信心，公司 2017 和 2018H1 同店增长明显改善，业绩增长不断超预期，Q3 净利润同比增长 61%。王府井当前 PB 1.1 倍，18 年 PE 10 倍，估值便宜，自有物业重估价值高。公司过去几年积极展店，新店占比达到 30%，新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主，老店向购物中心或城市奥莱方向调改，2016Q4 开始进入业绩拐点，经营呈逐季向好态势，2017 和 2018H1 增长持续超预期。公司近期同南京新百的合作有望完善公司的区域布局，提升王府井品牌在华东区域的认知度。

专业连锁板块，苏宁易购业绩拐点已现，营收利润改善趋势明显；周大生加盟商展店意愿积极，持续强化三四线门店渗透。线上线下全渠道发力，18 年前三季度全渠道 GMV 增速 44.55%，Q3 线上 GMV 同比增长 70.89%，其中自营商品同比增长 50.54%、开放平台同比增长 163.92%。业绩端，前三季度营收增速 31.15%，归母净利润增速 812.11%。

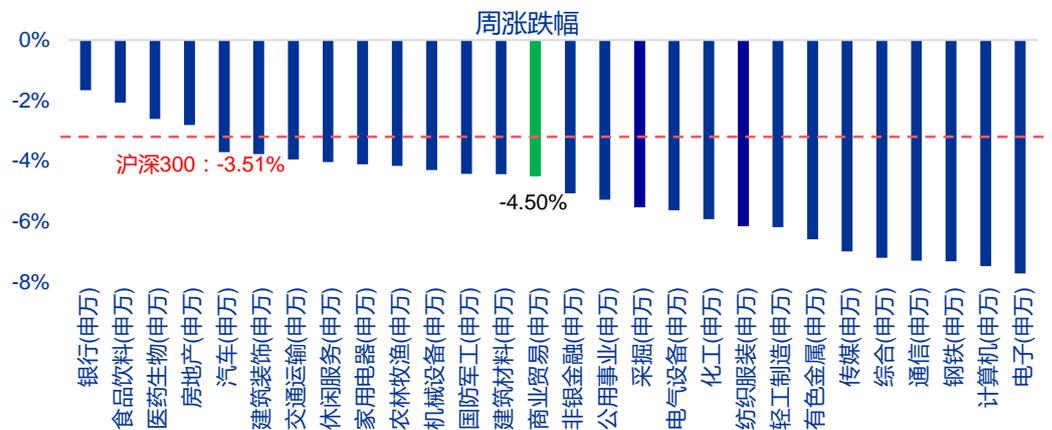
“双十一”期间苏宁易购线上订单量同比增长 138%，线下订单量同比增长 52%，苏宁小店销售环比增速超 10 倍，苏宁拼购的订单突破 8000 万，同比增长 10 倍以上。

3 . 上周零售行业行情回顾

3.1 一周市场行情

上周市场整体疲软，商业贸易板块跑输大盘。截至周五（11 月 23 日）收盘，上证综指收于 2579.48 点，周跌幅 3.72%；沪深 300 指数收于 3143.48 点，周跌幅 3.51%；创业板指收于 1308.74 点，周跌幅 6.74%；中小板指收于 5043.90 点，周跌幅 5.64%。行业板块方面，商业贸易上周市场表现弱于大盘，在 28 个申万一级子行业中排名第 14，处于中游水平。申万商业贸易行业整体周跌幅为 4.50%，跑输沪深 300 指数 0.99pct；一般零售子板块周跌幅 3.70%，跑输沪深 300 指数 0.20pct；专业零售子板块周跌幅为 6.17%，跑输沪深 300 指数 2.66pct。

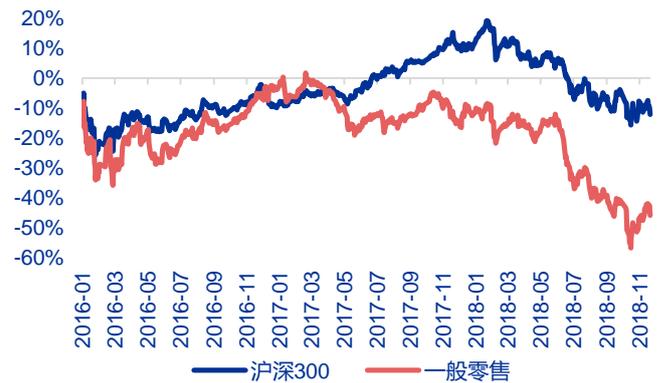
图 20：商贸零售行业上周市场表现排名第 14



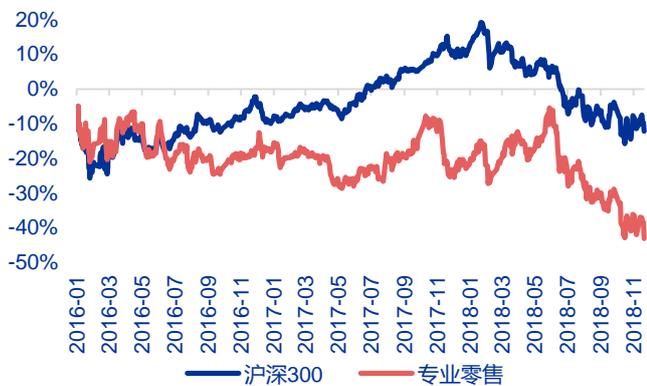
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：2016 年初以来，商业贸易板块涨跌幅


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：2016 年初以来，一般零售板块涨跌幅


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：2016 年初以来，专业零售板块涨跌幅


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：2016 年初以来，商业物业经营板块涨跌幅


资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 个股涨跌幅一览

上周行业内市场涨幅前五的个股分别为：*ST 成城（12.31%）、新华都（4.35%）、东方银星（4.06%）、新华百货（2.25%）、申达股份（0.88%）。市场涨幅后五的个股分别为南纺股份（-21.74%）、汇鸿集团（-12.60%）、三江购物（-9.35%）、新华锦（-9.06%）、吉峰科技（-9.00%）。

表 2：一周市场涨幅前五的个股情况

股票代码	股票简称	周涨跌幅	周成交量：万手	周收盘价：元
600247.SH	*ST 成城	12.31%	27.27	6.02
002264.SZ	新华都	4.35%	107.96	6.95
600753.SH	东方银星	4.06%	25.58	18.18
600785.SH	新华百货	2.25%	3.68	18.15
600626.SH	申达股份	0.88%	85.55	5.73

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：一周市场涨幅后五的个股情况

股票代码	股票简称	周涨跌幅	周成交量：万手	周收盘价：元
600250.SH	南纺股份	-21.74%	46.23	7.09
600981.SH	汇鸿集团	-12.60%	43.45	4.37
601116.SH	三江购物	-9.35%	25.01	11.92
600735.SH	新华锦	-9.06%	44.36	5.02
300022.SZ	吉峰科技	-9.00%	33.61	3.74

资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 一周行业新闻回顾

1、盒马湖南首店 12 月 28 日开业 未来 3 年在长沙开 30 家（联商网）

11 月 23 日，《联商网》获悉，盒马湖南首店将于 12 月 28 日在长沙喜盈门范城购物中心开业，地址位于长沙市雨花区万家丽路与木莲路交汇处。盒马提供的数据显示，湖南首店的“盒区房”内约有 110 个小区，覆盖 20 万居民。此外，盒马湖南第二家店将落户火车站商圈的宇成朝阳广场，到明年年底，盒马鲜生在长沙开店将至少达到 10 家，未来三年内长沙门店将达到 30 家。盒马商品坚持原产地直采+本地化直采。盒马喜盈门店还将开出包括黑白电视、松桂坊、贩饭等多个本土特色商家在内的档口，糖油粑粑、湘西腊肉等湖南特色美食也有售。

2、苏果稳步推进拓店计划，本月新开 16 家便利店（联商网）

苏果便利店拓展计划稳步推进，本月将新开便利店 16 家，进一步拓展南京及外埠市场空间。目前，除了继续巩固南京大本营市场之外，苏果在外埠市场，如扬州、徐州、合肥、淮南、马鞍山、南通等城市也进一步加快了便利店的拓店步伐，进入 2018 年以来，平均每月新开便利店数量在 10 家以上。未来还将以每年 100 家的速度稳步拓店，5 年内达到 1800 家。

3、拼多多三季度营收 33.72 亿，年度活跃用户达 3.85 亿（联商网）

拼多多发布 2018 年第三季度财报。财报显示，第三季度，平台实现营收 33.724 亿人民币，较去年同期增长 679%；拼多多投入的研发费用增加至 3.32 亿元，较去年同期增长 828%；非美国通用会计准则下，平台亏损收窄至 7.9 亿元；美国通用会计准则下，平台亏损为人民币 12.695 亿元。截至 2018 年 9 月 30 日的 12 个月期间，平台 GMV 达 3448 亿人民币，较去年同期增长 386%；截至 2018 年 9 月 30 日，年度活跃买家数为 3.855 亿，较去年同期增长 144%；活跃买家年度平均消费 894.4 元，较去年同期增长 99%。

4、中免集团与阿里巴巴集团签署战略合作协议（联商网）

11 月 20 日，在阿里巴巴集团杭州总部，中国免税品（集团）有限责任公司和阿里巴巴集团签署了战略合作备忘录，中国国旅股份有限公司总经理彭辉、阿里巴巴集团 CEO 张勇见证了签约仪式。此次战略合作内容涉及阿里巴巴旗下飞猪、阿里云、支付宝、菜鸟物

流等多个业务线，未来双方将建立长期稳定互利共赢的战略合作伙伴关系，通过资源共享和优势互补，携手打造免税新零售、旅游购物领域新模式。

5、10月全国新开47个购物中心 渠道下沉明显（联商网）

10月全国新开业各类商业项目47个（不含专业市场、游乐园、酒店及写字楼裙房，且商业面积 ≥ 2 万 m^2 ），同比下跌17%，新增商业体量362.68万方。在一线、新一线，或者省会等经济发展较好的城市相对饱和的情况下，购物中心正在逐渐下沉到开发空间较大的三四线城市。从商业体量上看，2-15万方的商业体是主流，其中5-10万方的体量商业最多，占比约36.17%。

5. 行业上市公司公告

1、永辉超市：关于子公司成立合资公司的公告

公司的子公司富平云商供应链管理有限公司拟与 Advantage Solutions China Ltd. 组建合资公司，瑞德利零售营销服务（上海）有限公司，向零售商及品牌商提供店内零售营销陈列服务和顾客体验式营销服务。合资公司的投资总额为1400万元人民币，永辉超市持股比例为57%；Advantage 持股比例为43%。

2、永辉超市：第三届董事会第四十五次会议决议公告

公司决定将云超一、二集群进行合并管理，任命李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁。

3、豫园股份：2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）募集说明书

公司本次债券发行规模不超过45亿元，分期发行。本期债券发行不超过20亿元，共设两个品种（品种一为5年期，品种二为7年期），发行首日为2018年11月23日，起息日为2018年11月26日。

4、美年健康：2018年度非公开发行股票预案

本次非公开发行的股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定，且不超过本次发行前上市公司总股本3,121,566,956股的20%，即624,313,391股（含624,313,391股）。

5、家家悦：关于投资张家口福悦祥连锁超市有限公司的公告

公司与陈国成先生、张家口万全区福祥购物广场有限公司（以下简称“福祥购物广场”）及张家口福祥投资集团有限公司（以下简称“福祥投资集团”）签署了《关于张家口福悦祥连锁超市有限公司之投资协议书》，以自有资金156,374,793.16元投资持有张家口福悦祥连锁超市有限公司（以下简称“福悦祥”或“标的公司”）67%股权，其中受让股权投资86,374,793.16元，对标的公司增资7,000万元，投资完成后，标的公司注册资本由6,800万元变更为15,800万元。

6 . 行业重点公司估值

表 4：商业贸易行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2018-11-23		PB	申万预测 EPS				PE		
			收盘价(元)	总市值(亿元)	2017A	2017A	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002277	友阿股份	增持	3.43	49	0.9	0.22	0.24	0.29	0.34	14	12	10
002419	天虹股份	买入	11.64	140	1.6	0.90	0.76	0.92	1.12	15	13	10
601828	美凯龙	增持	11.50	408	1.0	1.13	1.26	1.32	1.43	9	9	8
002024	苏宁易购	增持	10.72	998	1.3	0.45	0.69	0.13	0.21	16	83	51
601933	永辉超市	增持	7.11	680	3.4	0.19	0.17	0.22	0.31	42	32	23
000501	鄂武商 A	增持	10.02	77	1.1	1.61	1.66	1.78	1.89	6	6	5
600655	豫园股份	增持	7.12	276	0.9	0.49	0.86	0.95	0.99	8	8	7
600729	重庆百货	增持	29.17	119	2.4	1.49	1.93	2.55	2.89	15	11	10
600827	百联股份	增持	8.63	154	0.9	0.47	0.53	0.59	-	16	15	-
600859	王府井	买入	14.77	115	1.1	1.17	1.46	1.79	2.19	10	8	7

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。