

把握超市的阶段性机会，长看新零售下半场已来

受宏观经济放缓、中美贸易战、P2P 暴雷、居民杠杆过高挤压消费支出影响，下半年社零增速持续下行，全面进入个位数时代，必选表现优于可选消费，低线城市消费空间巨大。CPI 中枢上行，食品类涨价明显，有望催化部分企业业绩。

基本面方面，2018Q1-Q3 板块营收增速 10.6%，同比回落 10 pct，较 17 全年下降 8.2 pct，反映消费环境整体承压。从子板块看，超市板块收入、利润增速双双回暖，Q1-3 收入增速 9.0%，同比+4.7 pct，较 17 全年+3.1pct；百货板块 Q1-3 营收增速放缓，盈利能力有所提升，单 Q3 出现回暖迹象；化妆品板块成长性领先，Q1-3 营收增速 16.65%，归母净利润增速 31%。股价表现与估值上，板块走势随大盘疲软，估值正处于历史底部，我们重点推荐的珀莱雅、天虹股份、家家悦等涨幅领先并获得绝对收益。

新零售：新业态加速落地，多“面”开花。1) 线上流量红利衰减下，线下价值凸显，新零售多领域全线展开；2) **趋势一：**电商巨头对线下入口和社交流量资源的争夺愈发激烈，社区便利店崛起可期；3) **趋势二：**数字化赋能制造业，“新制造”成为新零售布局下半场。我们看好线上线下高度融合的苏宁易购；制造端精益生产能力显著，新品牌、新品类、新渠道合力推进的**开润股份**；定位大众消费品，轻资产模式高效运营的**南极电商**。

化妆品：行业空间巨大，本土品牌崛起加速。1) 化妆品行业空间大、景气高、动力足。2017 年我国化妆品市场规模 3615 亿元，2008-2017 年 CAGR 为 9.1%。2018 年化妆品高景气度延续，1-10 月限上销售额累计同增 11.4%；2) 本土品牌深耕大众市场，同国外品牌差距迅速减小，市占率明显提升。我们推荐与国际品牌定位及渠道布局错位的**珀莱雅**；多品类延伸且具备较强品牌力的**上海家化**。

超市：业态与供应链升级+跨区域扩张+CPI 上行，龙头业绩有望持续改善。1) 我国超市行业规模大、集中度低、增速回升。2007-2017 年 CAGR 为 6.2%，之后增速下行，2017 年后开始回暖迹象。我国超市 CR5 仅为 6.8%，提升空间巨大。2) 生鲜超市稳步推进，新零售赋能大胆探索。预计未来五年生鲜销售规模增速区间为 5%-7%。我们看好打通生鲜全链条，多板块齐发力的**永辉超市**；胶东区域龙头，生鲜供应链优势显著的**家家悦**。

百货：跨区域布局+业态升级，集中度有望提升。1) 我国百货业态增速放缓，竞争格局分散，全国性龙头缺位。2) 百货供给侧改革升级，联手互联网巨头，全渠道深度融合，业态变迁加速。我们看好具备全国扩张能力的**王府井**，与多业态合力发展的**天虹股份**。

跨境电商：政策利好叠加消费升级。1) 跨境零售趋势明显，国际化进程加快；2) 出口跨境仍为主流，进口电商占比逐渐提升；3) 利好政策不断出台，行业空间广阔。建议关注高增长不断验证，跨境业务能力强劲的**跨境通**。

商业贸易

维持

增持

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018年12月10日

市场表现



相关研究报告

目录

一、整体概览：终端零售承压，业绩分化明显，板块估值底部	1
（一）需求：社零增速放缓，必选优于可选，食品 CPI 中枢上移	1
（二）板块基本面承压，超市盈利提升，化妆品成长领先	2
（三）板块走势随大盘疲弱，估值处历史底部	4
二、新零售：新业态加速落地，多“面”开花	6
（一）新零售的“前世今生”	6
（二）趋势一：对线下流量资源争夺愈发激烈，看好小型业态	8
（三）趋势二：数字化赋能制造业，“新制造”成为新零售布局下半场	10
（四）推荐标的：苏宁易购、开润股份、南极电商	11
三、化妆品：行业空间巨大，本土品牌崛起加速	12
（一）化妆品行业空间大、景气高、动力足	12
（二）本土品牌快速崛起，品牌、品类、渠道、营销四维发力	15
（三）推荐标的：珀莱雅、上海家化	17
四、超市：CPI 上行利好、供应链升级加速	17
（一）我国超市行业规模大、增速回升、集中度低	17
（二）生鲜超市稳步推进，线上洗牌后新零售赋能大胆探索	19
（三）推荐标的：永辉超市、家家悦	21
五、百货：跨区域布局+业态升级，集中度有望提升	22
（一）百货业态增速放缓，竞争格局分散，缺乏全国性龙头	22
（二）供给侧改革升级，业态变迁加速	22
（三）推荐标的：王府井、天虹股份	24
六、跨境电商：政策利好叠加消费升级，跨境电商蓬勃发展	24
（一）跨境零售趋势明显，国际化进程加快	25
（二）跨境出口：供给、需求齐发力，跨境出口快速发展	25
（三）跨境进口：消费升级+物流模式提效，共驱进口快速增长	27
（四）推荐标的：跨境通	29
七、投资逻辑	30
八、风险分析	31

图目录

图 1：社会消费品零售总额同比增速	1
图 2：部分品类 18 年 1-10 月限上零售额累计同比增速 (%)	1
图 1：社会消费品零售总额同比增速	1
图 2：百家大型零售企业零售额同比增速 (%)	1
图 3：CPI 价格指数走势	2
图 4：食品类 CPI 与超市销售额增速高度相关 (%)	2
图 5：消费者信心指数	2
图 6：2012-2018Q3 商贸零售板块营收与增速 (亿, %)	3

图 7: 2012-2018Q3 商贸零售板块归母净利润与增速 (亿, %)	3
图 8: 2012-2018Q3 超市板块营收与增速 (亿, %)	3
图 9: 2012-2018Q3 超市板块归母净利润与增速 (亿, %)	3
图 10: 2012-2018Q3 百货板块营收与增速 (亿, %)	4
图 11: 2012-2018Q3 百货板块归母净利润与增速 (亿, %)	4
图 12: 2012-2018Q3 化妆品板块营收与增速 (亿, %)	4
图 13: 2012-2018Q3 超市板块归母净利润与增速 (亿, %)	4
图 14: 中信一级行业分类年初以来涨跌幅排行 (截至 2018 年 11 月 30 日)	5
图 15: 年初以来中信商贸零售子版块涨跌幅 (%)	5
图 15: 年初以来重点个股涨跌幅 (%)	5
图 16: 2015 年以来商贸零售板块及子行业市盈率	6
图 17: 中信各行业市盈率 (TTM) 排名	6
图 18: 网上零售额增速及实物商品渗透率	7
图 19: 网络购物用户规模及增速	7
图 20: 2013-2017 年主要电商获客成本 (元/人)	7
图 21: 2013 年以来阿里、京东年活跃用户数与增速 (百万人)	7
图 22: 2015-2017 年便利店行业销售规模与增长率 (亿元)	9
图 23: 2015-2017 年便利店行业门店数与增长率 (万家)	9
图 24: 2015-2017 年便利店日均销售额与增速 (元/日)	9
图 25: 我国老年人口占比不断提升 (%)	9
图 26: 2000-2010 年未婚人口占比提升明显	9
图 27: 2017 年便利店市场规模占零售总额比例	10
图 28: 2016 年便利店企业市场份额	10
图 29: C2M 模式下供应链效率大为提升	11
图 30: 我国化妆品市场规模及增速	13
图 31: 化妆品限上零售额增速 2017 年出现显著提升	13
图 32: 2015 年以来化妆品限上零售额单月同比增长情况 (%)	13
图 33: 各细分品类 2011 年以来增速情况, 护肤品及彩妆 2017 年提升显著	13
图 34: 2017 年我国化妆品渗透率与发达国家对比	14
图 35: 五大核心品类人均消费我国全面大幅落后 (美元)	14
图 36: 中产阶级人口中三、四线城市占比将显著提升	14
图 37: 2016 年面部护理、香水彩妆消费者年龄占比 (%)	15
图 38: 2013-2016 年线上美妆消费者年龄分布情况	15
图 39: 大众市场市占率前二十中本土品牌稳步提升	15
图 40: 2012-17 年国内化妆品大众市场市占率前六公司	15
图 41: 2017 年中国护肤市场品牌公司归属地格局	16
图 42: 近五年本土公司在护肤品市占率强势追赶 (%)	16
图 43: 2010-2017 年我国化妆品渠道分布情况 (%)	16
图 44: 2015-2017 中国化妆品各销售渠道增速	16
图 45: 2017 年全球超市市场规模占比情况	18
图 46: 2003 年以来我国超市市场规模及增速变动情况	18

图 47: 2010 年以来重点流通企业销售额—超市累计同比.....	18
图 48: 2003-2017 年美国超市市占率品牌 TOP 5.....	18
图 49: 2003-2017 年中国超市市占率品牌 TOP 5.....	18
图 50: 2011 年以来我国生鲜交易额.....	19
图 51: 2008-2017 年我国生鲜交易品类结构.....	19
图 52: 2011 年以来我国生鲜交易形式结构.....	19
图 53: 2016 年我国生鲜农产品销售渠道结构.....	20
图 54: 2011-2016 年我国生鲜超市规模情况.....	20
图 55: 2013 年以来生鲜电商规模及增长.....	21
图 56: 1998-2017 限上百货企业营收与增速.....	22
图 57: 2012-2016 百货行业 CR4 与 CR8.....	22
图 58: 零售业态变迁路径.....	23
图 59: 互联网技术对传统技术的赋能.....	23
图 60: 百货经营模式对比.....	23
图 61: 百货转型自营模式面临的挑战.....	23
图 62: 2017 新开购物中心业态占比情况.....	24
图 63: 2017 年全国新开奥特莱斯店分布.....	24
图 64: 2014-2018E 中国海淘用户规模.....	25
图 65: 2014-2018E 中国跨境电商交易规模 (万亿).....	25
图 66: 2016-2020 年出口跨境电商交易额 CAGR 达 13.1%.....	25
图 67: 出口跨境电商主要模式.....	25
图 68: 出口跨境电商模式打破层级, 效率提升.....	26
图 69: 2015 年出口产品品类以 3C 与服装为主.....	26
图 70: 新兴市场在我国跨境电商出口中占比逐步提升.....	27
图 71: 2016-2020 年进口跨境电商交易额 CAGR 达 25.7%.....	27
图 72: 进口跨境电商模式梳理.....	27
图 73: 2016-2020E 年进口跨境电商交易额 CAGR 达 25.7%.....	28

表目录

表 1: 阿里巴巴新零售布局.....	8
表 1: 腾讯智慧零售布局.....	8
表 1: 今年以来各大电商巨头纷纷布局社区便利店.....	10
表 2: 生鲜发展电商模式遇到的困难.....	20
表 3: 主要上市百货企业地域分布情况.....	22
表 4: 部分出口跨境电商重要扶持政策.....	26
表 5: 不同物流模式的优劣势对比.....	28
表 6: 2015 年跨境进口重要政策梳理.....	29

一、整体概览：终端零售承压，业绩分化明显，板块估值底部

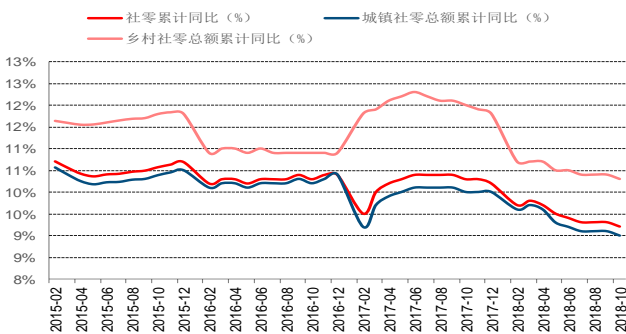
（一）需求：社零增速放缓，必选优于可选，食品 CPI 中枢上移

● 社零进入个位数时代，必选优于可选

2018年1-10月，社会消费品零售总额累计30.98万亿元，累计同比增长9.2%，增速同比下降1.1pct；其中10月份社会消费品零售总额3.55万亿元，同比增长8.6%，增速同比下降1.4pct，社零全面进入个位数增长时代。其中1-10月城镇/农村社零累计同比增速分别为9.0%/10.3%，农村社零增速长期优于城镇。从细分项目看，必选消费优于可选，化妆品在可选消费中处于领先水平。1-10月，必选消费品中的日用品/粮油食品烟酒类累计同比增速分别为13%/9.5%，可选消费中的化妆品增速为11.4%，耐用消费品中汽车增速为-0.6%。

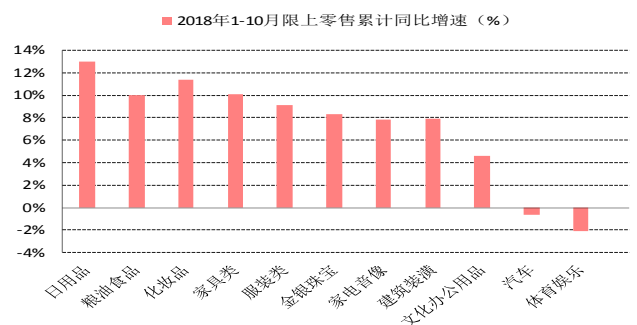
百家零售增速放缓，超市业态呈现弱复苏态势。2018年1-9月百家大型零售企业零售额累计同比增速1.7%，增速同比减少1.1pct。分业态看，10月超市业态零售额同比增速4.5%，增速呈现弱复苏态势。

图1：社会消费品零售总额同比增速



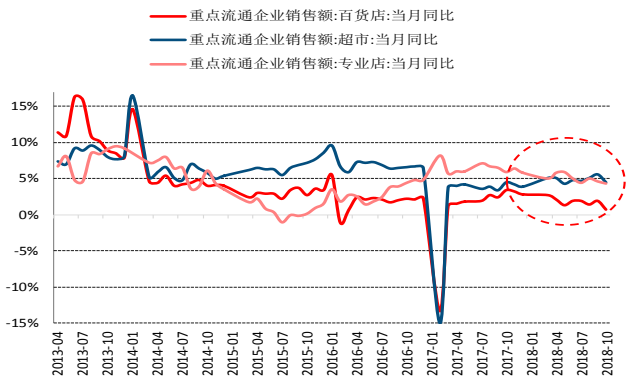
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图2：部分品类18年1-10月限上零售额累计同比增速（%）



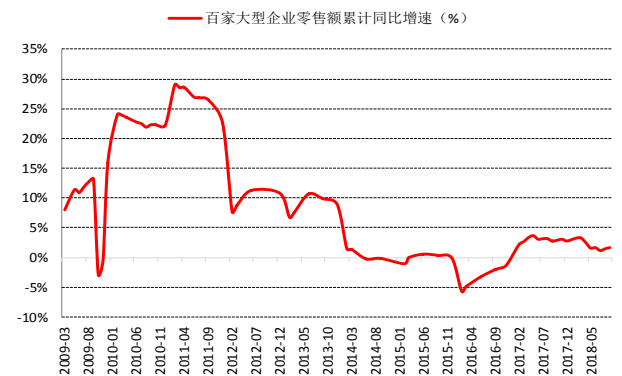
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图3：社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图4：百家大型零售企业零售额同比增速（%）

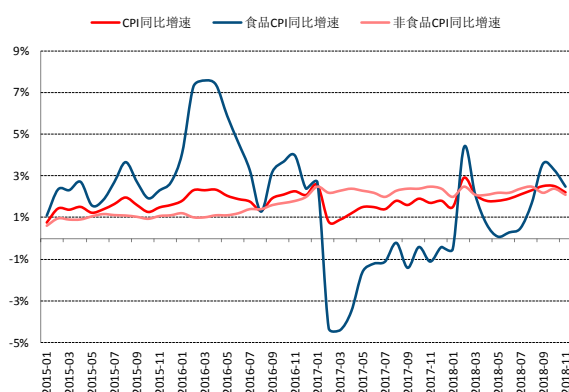


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

● **CPI 中枢上行，食品类价格上涨明显**

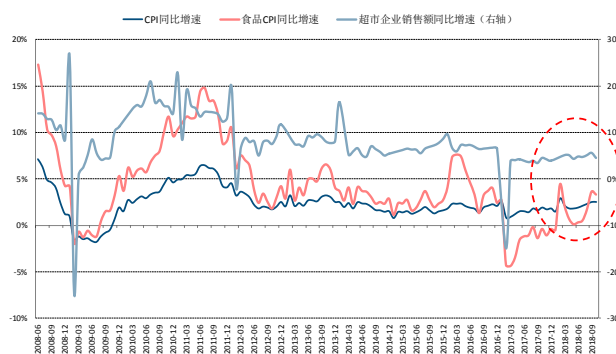
2018 年 11 月 CPI 同比+2.2%，连续五个月超过 2%，其中食品类 CPI 同比 2.5%，影响 CPI 上涨约 0.49 个百分点。CPI 年内高点已现，随着近期油价快速回落，全年通胀可控，但是食品类 CPI 仍处较高水平，从 CPI 类 CPI 与商超收入的相关性判断，食品 CPI 上涨有望带动商超业绩。

图 5：CPI 价格指数走势



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

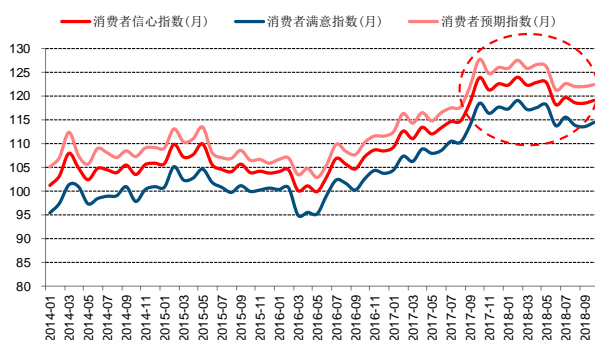
图 6：食品类 CPI 与超市销售额增速高度相关 (%)



● **Q2 以来消费者信心指数有所下降，仍处历史顶部区间**

消费者信心指数从 2 月份高点的 124 回落至 10 月份的 119.1，但从以往二十年的区间观察仍处高位。

图 7：消费者信心指数

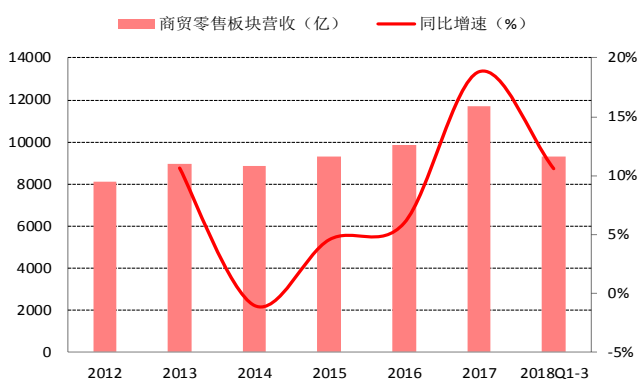


资料来源：统计局，商务部，中信建投证券研究发展部

(二) 板块基本面承压，超市弱复苏，化妆品成长领先

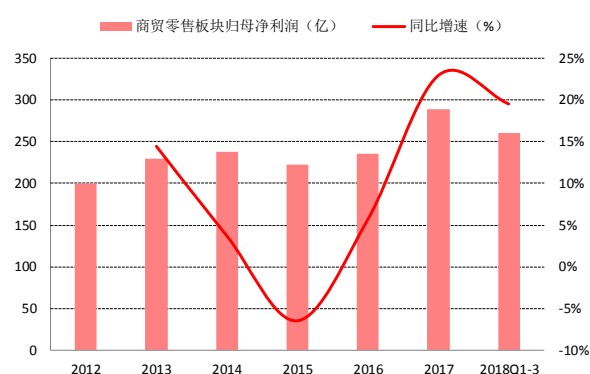
受中美贸易战、去杠杆、P2P 爆雷、社保调整导致收入预期减少等因素影响，市场对消费板块较为担忧。前三季度宏观经济景气度下降，尤其是下半年以来社零增速放缓明显，对商贸零售板块基本面造成较大压力。从我们选取的 74 家商贸零售板块重点公司看：**收入方面**，2018Q1-3 实现营收 9320.24 亿元，同比增长 10.61%，增速同比回落 10 pct，较 2017 全年减少 8.23 pct；**利润方面**，实现归母净利润 260.44 亿元，同比增长 19.60%，增速同比回落 7 pct，较 2017 全年减少 3.4 pct。在消费环境下行周期内，板块公司净利润增速明显高于收入，表明板块公司聚焦营效，盈利能力提升较为明显。

图 8：2012-2018Q3 商贸零售板块营收与增速（亿，%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 9：2012-2018Q3 商贸零售板块归母净利润与增速（亿，%）



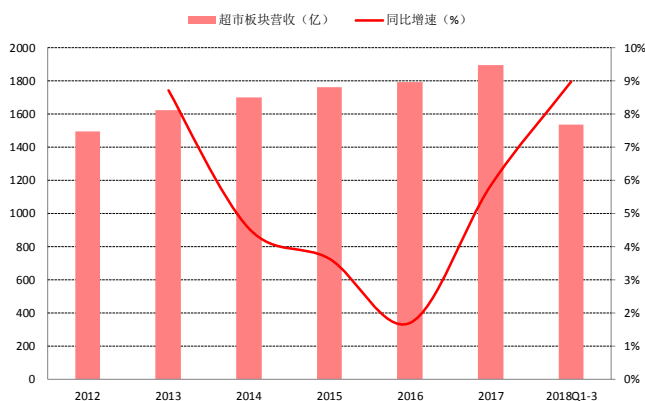
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

注：剔除苏宁出售阿里股权影响

● 超市子版块：收入、利润增速双双回暖

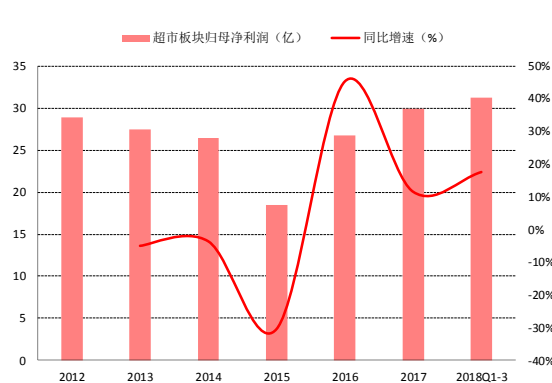
受益于 CPI 中枢上移，2018Q1-3 超市板块实现营收 1539.2 亿，同比增长 8.98%，增速同比+4.7 pct，较 2017 全年提升 3.14 pct；实现归母净利润 32.26 亿元，同比增长 17.59%，增速同比放缓 12 pct（主要受永辉云创亏损扩大影响，剔除非苏宁云创亏损后，超市净利润同比约+39%，增速同比约+9 pct），较 2017 全年提升 6.01 pct（剔除非苏宁云创亏损后约+27 pct）。

图 10：2012-2018Q3 超市板块营收与增速（亿，%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 11：2012-2018Q3 超市板块归母净利润与增速（亿，%）

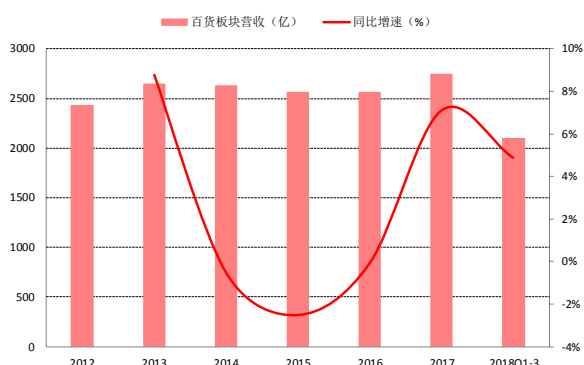


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

● 百货子版块：营收增速放缓，盈利能力有所提升

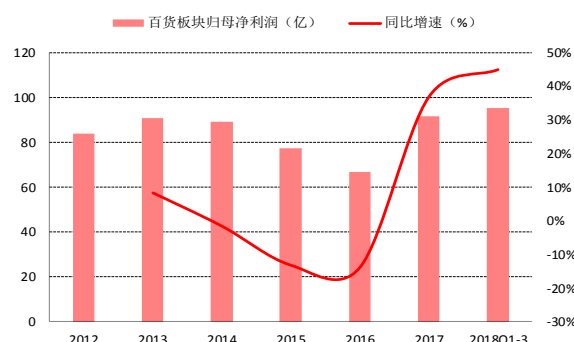
2018 年前三季度百货板块营收 2105.34 亿，同比增长 4.87%，增速同比放缓 1.62 pct，较 2017 全年放缓 2.23 pct，较 2018Q1-2 提升 1.81 pct，百货板块单 Q3 出现回暖迹象；百货归母净利润 95.40 亿，同比增长 45.12%，增速同比提升 20.07 pct，较 2017 全年提升 8.11 pct。

图 12：2012-2018Q3 百货板块营收与增速（亿，%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 13：2012-2018Q3 百货板块归母净利润与增速（亿，%）

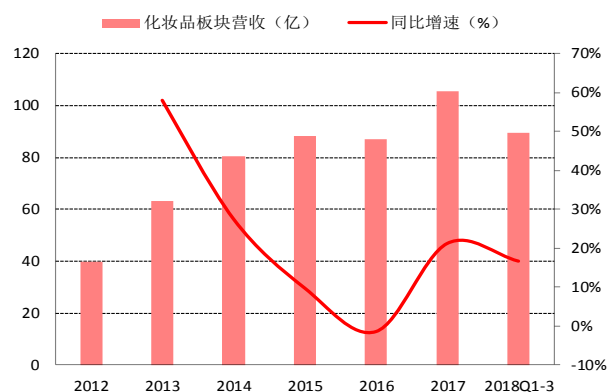


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

● 化妆品子版块：收入增速随有所下行，成长性依然领先

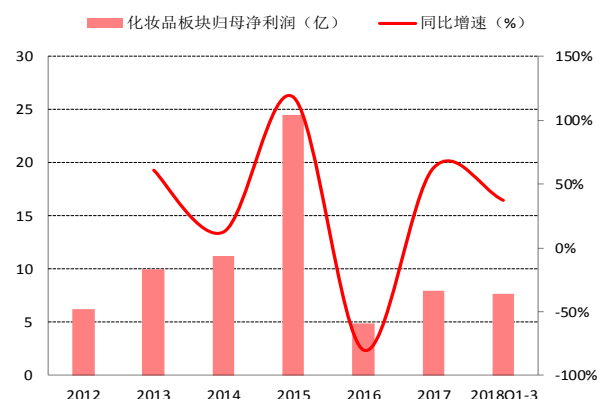
受整体消费环境下行影响，化妆品板块收入、归母净利润增速均有所下降，但是增速依然高于其他零售子版块，成长性领先。2018 年 Q1-3 化妆品板块实现营收 89.61 亿，同比增长 16.65%，增速同比放缓约 7 pct，较 2017 年下降 4.56 pct；实现归母净利润 7.71 亿，同比增长 30.98%，增速同比下降约 2 pct（剔除御家汇、名臣健康未上市影响），较 2017 全年下降约 30 pct。

图 14：2012-2018Q3 化妆品板块营收与增速（亿，%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 15：2012-2018Q3 超市板块归母净利润与增速（亿，%）

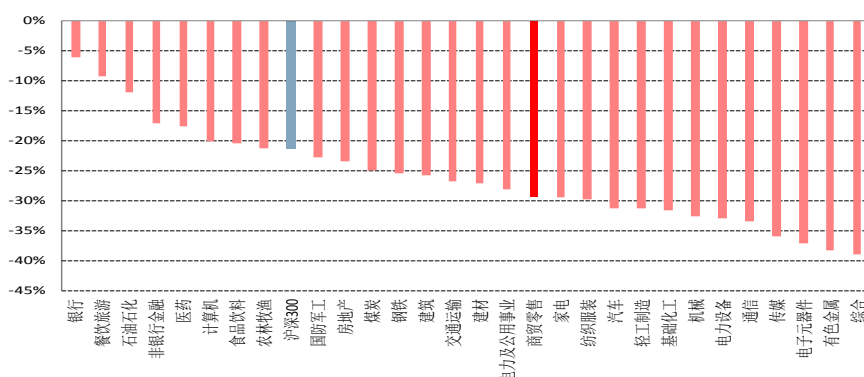


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（三）板块走势随大盘疲弱，估值处历史底部

2018 年以来商贸零售行业走势随大盘疲弱，整体跑输大盘。2018 年以来整体消费环境下行，社零增速进入个位数时代，居民消费增速持续放缓，商贸零售板块股价亦有所反映。截至 11 月 30 日，商业贸易板块累计跌幅 29.14%，跑输沪深 300 指数 7.85 pct，在中信 29 个一级行业中涨跌幅排名第 17，落后于餐饮旅游、食品饮料等大消费板块，排名较去年同期（第 24）有所上升。

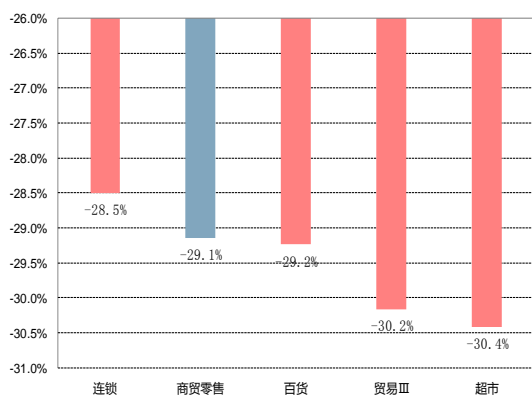
图 16: 中信一级行业分类年初以来涨跌幅排行 (截至 2018 年 11 月 30 日)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

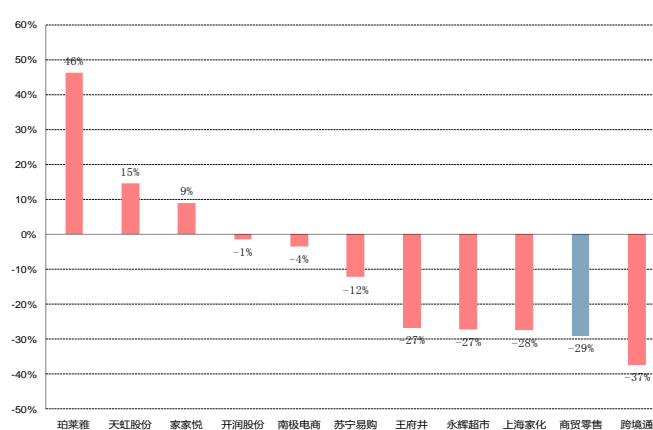
从各子版块走势看, 年初以来连锁板块 (-28.5%) 较为领先, 超越一级行业指数 (-29.14%) 0.64 个百分点, 随后是百货 (-29.24%)、贸易 III (-30.16%)、超市 (-30.42%)。从我们重点关注的个股看, 珀莱雅 (+46%)、天虹股份 (+15%)、家家悦 (+9%) 取得正收益, 开润股份 (-1%)、南极电商 (-4%)、苏宁易购 (-12%)、王府井 (-27%)、永辉超市 (-27%)、上海家化 (-28%) 表现领先于商贸零售板块。

图 17: 年初以来中信商贸零售子版块涨跌幅 (% , 截至 2018 年 11 月 30 日)



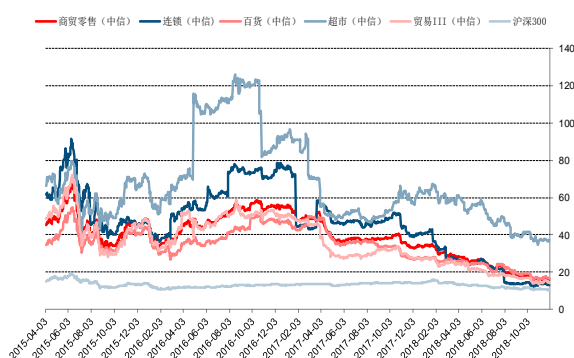
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 18: 年初以来重点个股涨跌幅 (% , 截至 2018 年 11 月 30 日)

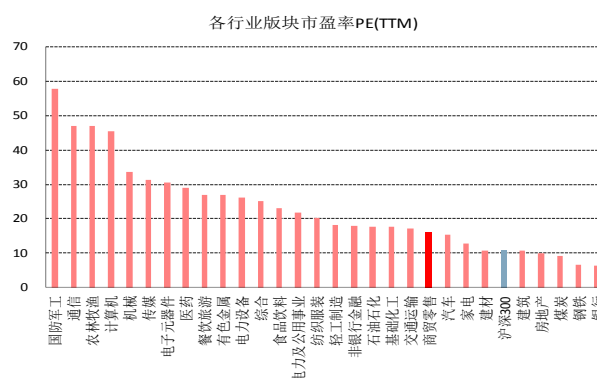


资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

估值方面, 今年以来, 中信商贸零售板块估值持续下调, 目前已回落至历史底部水平。截至 2018 年 11 月 30 日, 商贸零售板块整体市盈率 (TTM) 为 16.18 倍, 较年初回落 52%, 在中信一级行业中估值排名第 21, 较 2018 年初 (第 15) 有所下降, 估值水平低于医药、餐饮旅游、食品饮料、纺服、轻工等大消费板块。估值已回归至 2009 年以来最低水平, 全行业相对于大盘估值溢价约 0.53 倍。其中, 连锁板块市盈率为 13.04 倍, 较年初回落 68%; 百货板块市盈率 13.04, 较年初回落 39%; 超市板块市盈率 36.77, 较年初回落 41%。

图 19：2015 年以来商贸零售板块及子行业市盈率


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 20：中信各行业市盈率（TTM）排名


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

展望 2019 年，从估值看，对比大消费行业，商业贸易板块整体估值已经调整到相对低位，预期差有望逐渐展露，板块估值存在修复空间。从基本面看，商超业绩持续回暖，化妆品依然具有高成长性，且龙头公司业绩表现依然强劲。一是头部企业跨区域扩张、新业态迭代、规模效应逐渐显现，市占率持续提高；二是食品类 CPI 中枢上移有望带动公司业绩改善、消费者体验改善驱动客单价提升。

二、新零售：新业态加速落地，多“面”开花

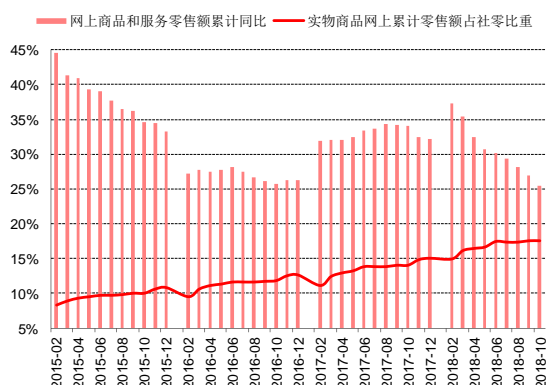
（一）新零售的“前世今生”

- 线上流量红利衰减，线下零售价值凸显

我国线上零售规模不断扩大，增速放缓明显。2015-2017 年我国网上实物商品与服务零售额从 3.9 万亿增长到 7.2 万亿，CAGR 为 36.0%，2018 年 1-10 月达 7.1 万亿，同比增长 25.5%，预计全年网上零售额可达 9 万亿元，网上零售增速远高于社零增速。目前我国网上实物商品渗透率达到 17.5%，并不断攀升。**线上零售额不断扩大同时，其增速亦放缓明显**，从 2015 年初的 40%+ 高速增长换挡到换挡至目前的 25% 左右增长区间；根据智研咨询测算，2017 年我国网购用户规模达 5 亿人，增速从 2016 年的双位数快速回落至个位数增长，预计未来将持续回落至 5% 以下，线上流量红利逐渐见顶。

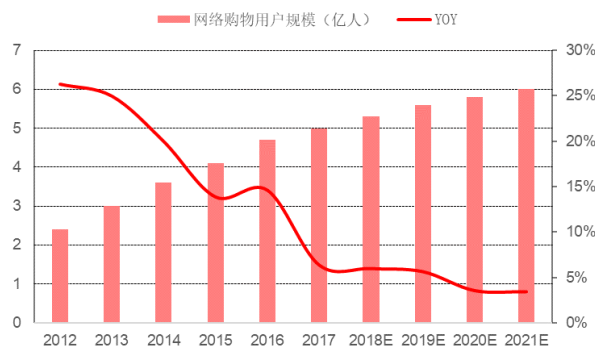
电商获客成本快速上升，活跃用户数增速放缓。从 2013 年-2017 年，阿里/京东的获客成本分别从 50.8/87.9 元增长到 226.5/226.1 元，CAGR 为 45.25%/26.67%，线上获客成本快速上升；活跃用户增速方面，阿里/京东年度活跃用户数环比增速分别从 2014Q1 的 10%/20% 左右下滑至 2018Q3 的 4%/-3%，2018Q3 也是京东年度活跃用户数首次出现环比减少。线上红利衰减的背景下，线下实体流量日益凸显。阿里巴巴、京东、腾讯纷纷加速推进线上线下融合，抢夺线下的流量入口，步入新零售时代。

图 21：网上零售额增速及实物商品渗透率



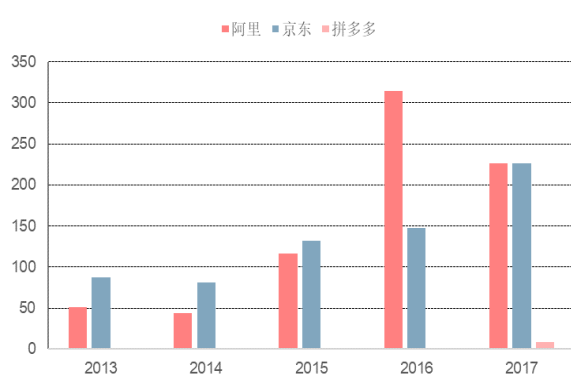
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 22：网络购物用户规模及增速



资料来源：智研咨询，中信建投证券研究发展部

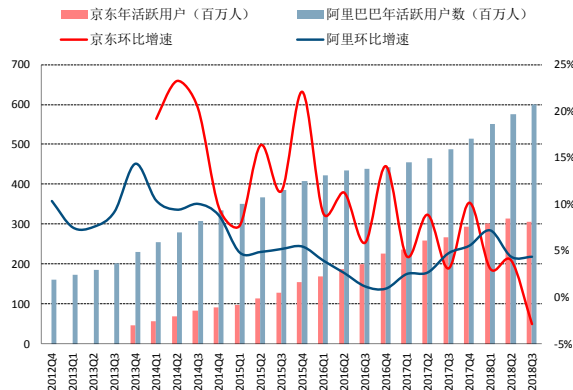
图 23：2013-2017 年主要电商获客成本（元/人）



资料来源：智研咨询，中信建投证券研究发展部

注：2016 年阿里获客成本大幅升高系新增年活跃用户数低影响

图 24：2013 年以来阿里、京东年活跃用户数与增速（百万人）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

● 巨头布局新零售明显加快，多领域全线展开

根据前瞻产业研究院预测，2017-2022 年我国新零售市场规模将从 389 亿增长至 18000 亿，CAGR 为 115%。我们已经看到盒马鲜生、超级物种、无人货架、天猫小店、苏宁小店等“新物种”崛起，百货商场、购物中心、品牌超市、便利店等传统商家急切转型，搭载人工智能、大数据等改头换面。

阿里巴巴、腾讯二巨头在新零售布局方面最为迅速、深入，并着力打造各自闭环。目前连锁百强企业中多已加入阿里巴巴或者腾讯阵营。两巨头的布局各有差异：阿里采取中心化战略，发展自己的生态圈，通过做大平台来支撑无数个小前端、通过多元的生态体系赋予企业能量；而腾讯采取去中心化策略，专注新零售中的基础设施建设，用数据打通无界零售。从整体上来看，阿里集团具有一定的先发优势，布局速率不断提高，并已打通内部数据；腾讯迎头赶上，成立专门的智慧零售部门，手握微信这一流量巨大接入口，并以京东、永辉作为两大抓手，在零售多领域广泛布局。

表 1：阿里巴巴新零售布局

领域	布局公司/业态
电商平台	淘宝网；天猫；一淘网；闲鱼；淘宝心选；聚划算；农村淘宝；魅力惠；壹玖壹玖
零售百货	联华超市；世纪莲花鲸选；百联集团；RISO；新华都；海物会；三江购物；东方股份；银泰商业；中央商场；高鑫零售；大润发优鲜；e 路发、欧尚一分钟
综合零售	苏宁易购；苏鲜生、苏宁小店、苏宁极物、零售云
家居生活	有住；居然之家；EATBOX；House Selection 生活美学馆
生鲜 O2O	易果生鲜；盒马鲜生
外卖餐饮	口碑；饿了么
体验馆	ONMINE 零食体验馆；Home Times 家时代；In junior 婴童管
物流	菜鸟网络
技术服务与 B2B	零售通；龙图信息；百胜软件；石基信息；蚂蚁金服；阿里云
女装淘品牌	阿卡 Artka；茵曼
其它	如涵控股；丽人丽妆；闪电购；天猫小店；淘咖啡；亲橙里

资料来源：互联网，艾媒咨询，中信建投证券研究发展部

表 2：腾讯智慧零售布局

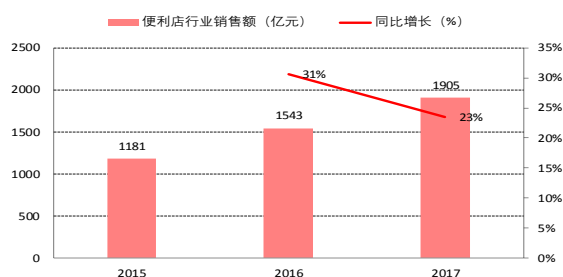
合作公司	智慧零售布局
京东	钱大妈；京东新通路；京东之家；无人超市；京东到家；7 fresh；京东到家无人货架
永辉超市	超级物种；永辉生活；红旗连锁；中百集团；邻里生鲜
家乐福	战略合作；扫码购
美团	掌鱼生鲜
唯品会	特卖电商平台
每日优鲜	每日优鲜便利购
万达	数字化购物中心
步步高	鲜食演义
有赞	微商城
其他战略合作公司	海澜之家；合肥百大集团；恒波集团；荷兰菲仕兰；中洲未来实验室；货车帮；麦当劳；中国外运；顺丰；启明星；利群股份
腾讯全系产品助力	腾讯云、社交广告、优图 AI、腾讯视频、微信

资料来源：互联网，网经社，中信建投证券研究发展部

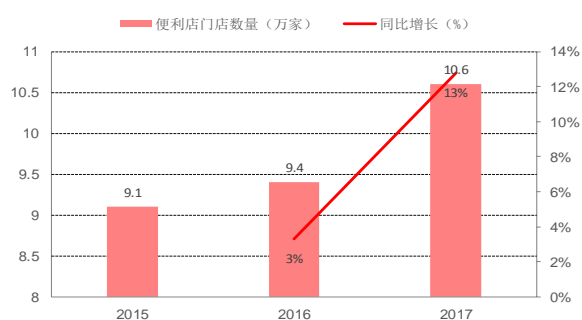
（二）趋势一：对线下流量资源争夺愈发激烈，看好小型业态

- 老年、单身人口占比提升驱动便利店发展迅猛，渗透率、集中度有望大幅提升

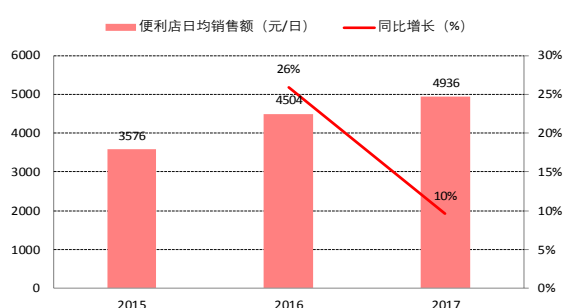
便利店具有即时性的特点，优势在于社区人流较稳定，易产生消费者粘性，且家庭消费频次高、复购率高。根据《中国便利店发展报告》，我国便利店发展迅猛。2015-2017 年，便利店销售规模从 1181 亿增加至 1905 亿，CAGR 为 27%；便利店门店数从 9.1 万家增加至 10.6 万家，CAGR 为 8%；便利店日均销售额从 3576 元增加至 4936 元，CAGR 为 17%。

图 25：2015-2017 年便利店行业销售规模与增长率（亿元）


资料来源：《中国便利店发展报告》，中信建投证券研究发展部

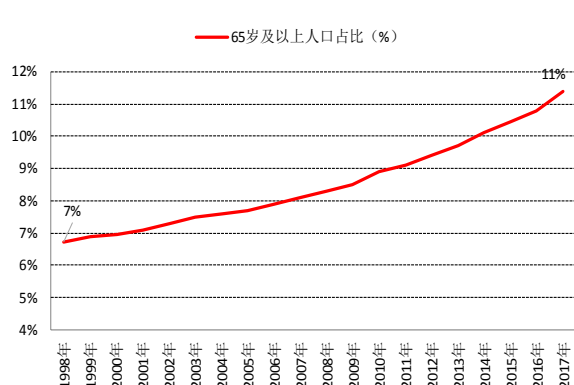
图 26：2015-2017 年便利店行业门店数与增长率（万家）


资料来源：《中国便利店发展报告》，中信建投证券研究发展部

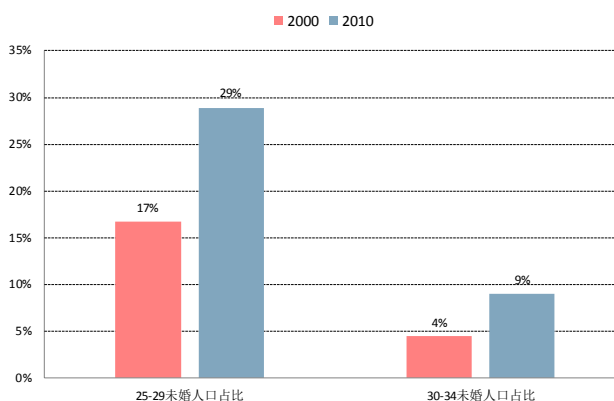
图 27：2015-2017 年便利店日均销售额与增速（元/日）


资料来源：《中国便利店发展报告》，中信建投证券研究发展部

老年人口、年轻单身人口占比提升，社区便利店空间广阔。1998-2017 年，65 岁及以上人口占比从 7% 提升至 11%，提升速度呈加快趋势。空间分布密集、能够提供日常所需商品以及多样化服务的社区便利店，适应人口老龄化趋势。2000-2010 年，25-29/30-34 岁未婚人口占比分别提升 12 pct/ 5pct 至 29%/9%。单身年轻人做饭的意愿较低，在外就餐需求大。社区便利店可以利用其方便、快捷的优势解决单身年轻人“吃”的需求。

图 28：我国老年人口占比不断提升 (%)


资料来源：统计局，中信建投证券研究发展部

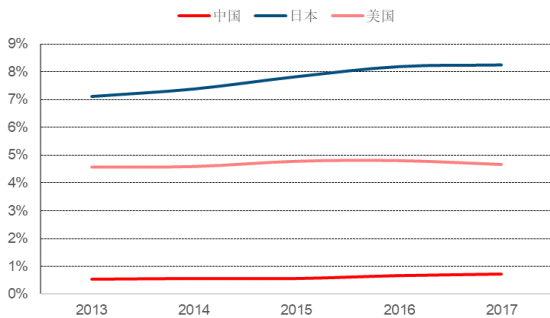
图 29：2000-2010 年未婚人口占比提升明显


资料来源：统计局，中信建投证券研究发展部

便利店行业渗透率、集中度有望大幅提升。目前日本便利店渗透率 8.24%，美国稳定在 4% 左右，而国内便利店渗透率不到 1%，尚处于起步阶段，未来发展空间广阔。此外，我国便利店市场品牌众多，集中度较低。2016

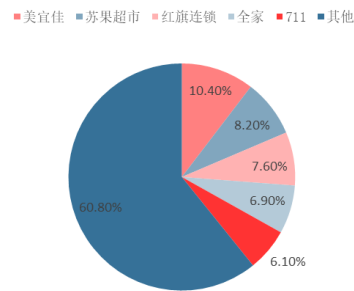
年我国便利店行业 CR3/CR5 分别为 26.2%/39.2%，而日本 CR3/CR5 分别为 81%/94%。未来，随着龙头便利店市占率的不断提升，具有良好供应链体系和流量资源的便利店有望从赛道中脱颖而出。

图 30：2017 年便利店市场规模占零售总额比例



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图 31：2016 年便利店企业市场份额



资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

● 社区便利店是新零售生态体系的核心一环，头部电商快速布局

如何实现购物场景从“店”到“家”，是新零售潮流中的一个巨大课题。社区店为最靠近消费者的商业形态，对消费者触点最多，也最容易与消费者产生交互，无疑成为将成为新零售卡位激烈之地。

阿里和京东采取加盟改造路线：让传统夫妻老婆店通过“贴牌”，接入京东或天猫的门店系统，快速规模化“翻牌收编”，而货源则分别来自京东新通路与阿里零售通。苏宁小店则可以背靠苏宁易购新开门店，节约部分仓库、物流等资源，截止 2018 上半年，苏宁小店数量数量为 732 家。

表 3：今年以来各大电商巨头纷纷布局社区便利店

品牌	投资方	门店数量/目标	地区分布	模式
京东便利店	京东	5 年内目标 100 万家	全国，计划农村占比 50%	加盟
天猫小店	阿里	数千家 零售通覆盖超 100 万家	全国	加盟
苏宁小店	苏宁易购	732 家	北京、南京、广州、成都等	直营
永辉生活	永辉超市	422 家	上海、福建、重庆、北京、广东、安徽、浙江、江苏等	内加盟
好邻居	鲜生活、绿城服务、易果	超过 300 家	北京、杭州	直营
便利蜂	腾讯、高瓴资本、斑马投资	超过 300 家	北京、天津、南京、上海等	直营

资料来源：虎嗅网，中信建投研究发展部

(三) 趋势二：数字化赋能制造业，“新制造”成为新零售布局下半场

● 在数字化对零售端赋能之时，亦不断向上游制造端延伸，新零售的下半场将围绕“新制造”展开

“新制造”将高度应用互联网与 AI 技术，重新定义供应链、商业服务、运营等。在过去，不同的品牌厂商依靠着自己铺设的渠道代理为超市、电商、便利店供货，结果就是业态零散、链条冗长导致供需信息严重不对

称，厂商难以感知和预判消费者变化。在“新制造”下，人货场多方数据实现端到端的对接和打通，加之对数据的精准分析和精准触达后，**供应链有望大幅缩短，制造企业在规模生产的同时实现按需定制**。制造业讲和服务业高度结合，同时伴随着零售的降本增效与产品迭代更新。

● **C2M 模式：供应链数字化水平大幅提升，产品实现定制化与个性化**

C2M 模式下需求端到生产端的双向链条打通，快速反应能力与对消费者的提前预判相结合，客户的需求得以驱动生产资源快速轮转。对于生产者，供应链效率大幅提升，获利空间与竞争能力大幅提升；对于消费者，可以满足其个性化与定制化的需求。

图 32：C2M 模式下供应链效率大为提升



资料来源：互联网，中信建投证券研究发展部

（四）推荐标的：苏宁易购、开润股份、南极电商

1、苏宁易购：线上线下齐发力，销售规模快速增长

Q1-3 公司实现全渠道商品销售规模 2349 亿，同增 41.91%。单 Q3 全渠道商品销售规模 836 亿元，同增 35.14%。公司**线上业务聚焦会员与流量，营销扩品齐推进；线下业务完善多业态、多层次门店布局，同店收入稳步提升**。

物流与金融业务快速发展，协同效应逐渐凸显：前三季度苏宁物流社会化业务营收（不含天天快递）同比增长 73.17%，物流核心能力建设不断加强；前三季度苏宁供应链金融累计交易规模同比增长 43.63%，8 月底，苏宁金服 B 轮融资扩股募集资金到位，资本实力进一步得到增强。

灵活资产运作模式，助力公司物流网络扩张：公司已建立了“物流仓储地产开发—物流仓储地产运营—基金运作”的良性资产运营模式。通过这种“售后返租”的方式，公司得以迅速回笼资金成本，减轻资产压力，推动仓储物流的快速扩张。

苏宁小店股权变更，搭建资本运作平台快速发展社区便利店：公司拟将全资子公司苏宁小店股权出售予 Suning Smart Life。目前苏宁小店处于快速扩张期，尚未实现盈利。通过此次股权变更，公司继续维持小店较大持股比例，小店依然为公司社区布局的重要切入口，协同效应仍巨大。

投资建议：公司线上线下协同发展，加速融合，门店持续下沉三、四线市场，传统家电连锁发展稳健，新业态迅速发力，公司全渠道智慧零售的战略布局前景广阔。鉴于公司 5 家物流子公司交由基金运作以及对华泰证券投资会计核算方法的调整，我们相应上调公司 2018 年的业绩预期，并假设 2019、2020 年公司投资收益均为 10 亿元；我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 78、31、42 亿，对应 PE 分别为 13、32、24 倍，维持“买入”评级。

2、开润股份：供应链提质，互联网提效，造就高性价比爆款

公司前三季度实现营业收入 14.42 亿元，同增 81.70%；实现归母净利润 1.28 亿，同增 37.48%。其中 B 端业务实现营收 6.34 亿元，同增 37.96%；C 端业务实现营收 7.06 亿元，同增 111.19%。C 端业务始终保持快速增长，自有品牌产品迭代、品类扩张、渠道拓展，发展动力充足；B 端业务 Q3 收入增速大幅提升，主要由老客户订单增长与新拓展电商大客户（网易严选、名创优品、海澜优选等）共同拉动。公司供应链能力强劲，并收购印尼包袋工厂，切入主流运动包袋领域，海外布局进一步完善

公司 B2C 的快速增长一方面得益于自身扎实的研发设计生产能力，另一方面则受到线上生态的带动，降本提效。具体来看，**研发设计方面**，公司设立爆款开发和特定产品更新研发团队，依托线上渠道取得的实时用户数据和用户的互动反馈，分别进行爆品打造与产品优化升级。**供应商和生产方面**，公司利用成熟的 ODM/OEM 业务渠道，与 YKK、美国铝业、科思创（原德国拜耳）等国际知名供应商保持深度合作，从而保持自营品牌的高品质。

投资建议：公司 C 端业务持续强劲，新品牌、新品类、新渠道合力推进；B 端业务 Q3 收入提速明显，与老关系稳定，新客户放量增长，精益生产、海外布局优势显著，并有望受益人民币贬值。此次收购印尼包袋工厂助力公司切入运动包袋市场，海外布局进一步完善。我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润 2.0、2.86、4.17 亿元，EPS 分别为 0.92、1.31、1.91 元/股，对应 PE 分别为 36、25、18 倍，维持“增持”评级。

3、南极电商：供应链提质，互联网提效，造就高性价比爆款

剔除时间互联并表因素影响，前三季度电商主业营收同增 29.60%至 5.21 亿元，保持快速增长；GMV 同增 62.50%至 105.40 亿元，Q3 单季 GMV 同比增长 63.83%至 37.50 亿元。公司积极寻求品类扩张，增长动力十足。现有品类包含内衣、家纺、男女装、鞋类、母婴用品、箱包等多个领域，我们预计公司未来在箱包、母婴、童装等小而新品类上仍将继续发力。

GMV 分品牌看，前三季度南极人同增 54.29%至 87.99 亿，Q3 同增 56%，增速稳中有升；卡帝乐前三季度翻倍增长，同增 118.10%至 14.65 亿，Q3 同增 116.5%。分平台看，前三季度阿里平台同增 63.49%达 73.78 亿，Q3 同增 61%；京东平台前三季度同增 26.14%达 19.48 亿，Q3 同增 53%；拼多多前三季度同比大幅增长 210.42%达 9.29 亿，Q3 同增 105%。公司在电商领域起步早，充分享受阿里早期流量红利，形成流量壁垒，马太效应凸显，在国内头部电商增速纷纷放缓的情况下，仍旧维持逆势高增长态势。

投资建议：宏观经济放缓，居民收入压力加大，中低收入者消费敏感性高，将更加重视高性价比，我们认为优质大众品牌将受益。公司产品聚焦中高频日用生活快消品，需求大，迭代快，将不断加大该领域 SKU，抗周期能力强，且方便电商打造爆款走量。随着低价社交电商崛起，公司性价比定位与之契合，未来有望提升渗透率。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 8.71 亿、11.94 亿和 15.37 亿，对应 PE 分别为 22、16、12 倍，维持“买入”评级。

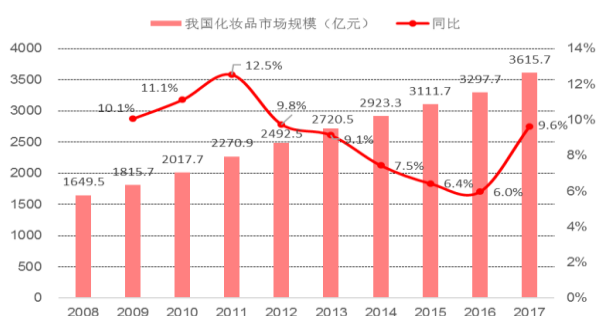
三、化妆品：行业空间巨大，本土品牌崛起加速

（一）化妆品行业空间大、景气高、动力足

- 化妆品行业规模大，增速回暖

根据 Euromonitor 统计，2008-2017 年我国化妆品市场规模 CAGR 达 9.1%。受益于零售景气度回升、电商渠道增长拉动以及千禧一代渐成消费主力，三四线城市消费升级加速推动高端化妆品领域增速显著提升，**2017 年化妆品整体行业规模达到 3615 亿元**，同比增速回升至 9.6%（同比提升 3.6pct）。同时预测规模增速由 2017 年开始拐点向上。

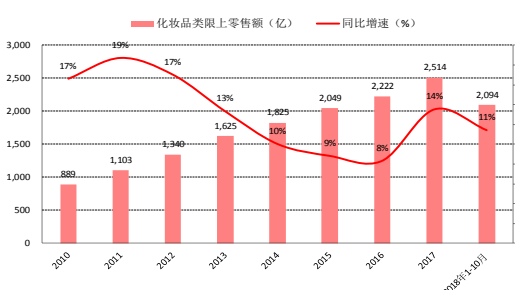
图 33：我国化妆品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

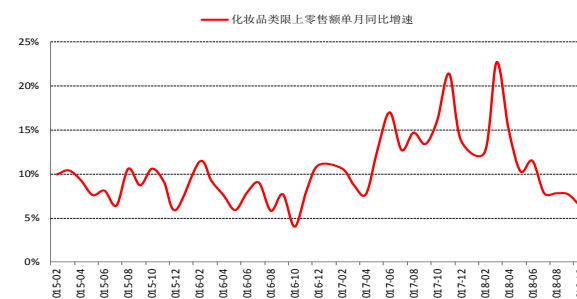
强势回暖态势延续至 2018 年，3 月化妆品限上销售额同比增速达 22.7%，近期虽随社零增速有所下滑，但在可选消费品中增速仍处于领先水平，1-10 月累计同比增长 11.4%至 2094 亿元。分品类看，2017 年护肤品规模占整体 51.6%，为化妆品行业绝对主力，销售规模同比增长 10.3%，增速同比提升 4.9 个 pct。彩妆占比 2017 年升至近 10%，规模同比增长达 21.3%，遥遥领先其他品类，增速同比提升 8.8 个 pct。

图 34：化妆品限上零售额增速 2017 年出现显著提升



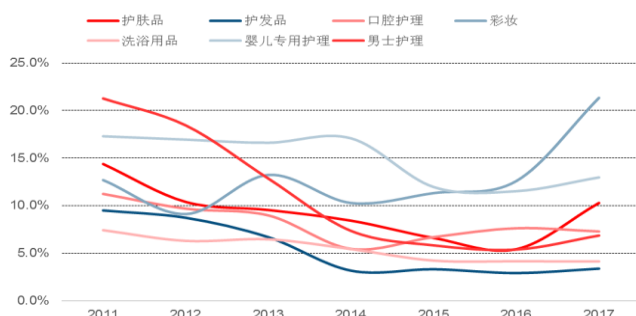
资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

图 35：2015 年以来化妆品限上零售额单月同比增长情况 (%)



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

图 36：各细分品类 2011 年以来增速情况，护肤品及彩妆 2017 年提升显著

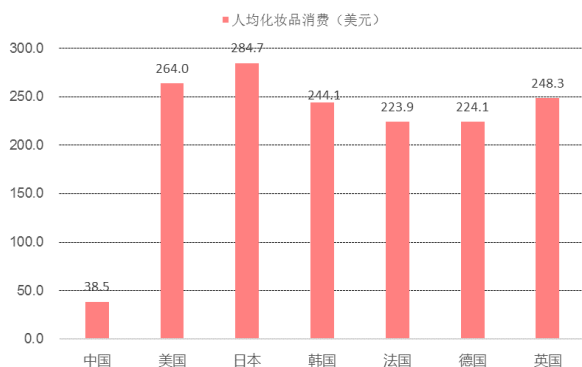


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

● 渗透率提升+消费升级+代际切换+政策利好，行业驱动力足

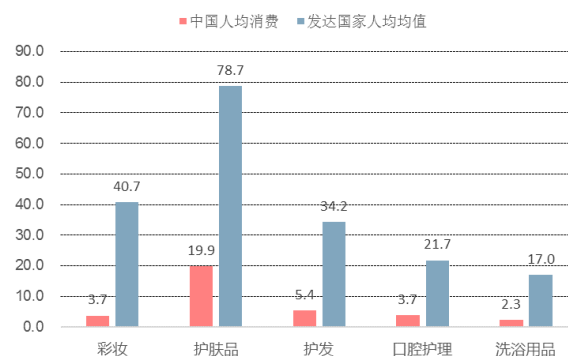
我国化妆品渗透率离发达国家仍有相当大距离。据 Euromonitor 统计显示，2017 年我国人均化妆品消费经换算约 38.5 美元，远落后于发达国家水平，美、日、韩、法、德、英等人均化妆品消费均在 220 美元以上。从品类上看，彩妆差距最大，我国人均彩妆消费仅为上述六国人均均值的 9.0%，人均洗浴用品消费为 13.8%，差距最小的护肤品上，发达国家亦超出近 3 倍。随未来经济进一步增长，民众对美容、外形的需求意识提升，化妆品渗透率存较大上升预期。

图 37：2017 年我国化妆品渗透率与发达国家对比



资料来源：WIND, Euromonitor, 中信建投研究发展部

图 38：五大核心品类人均消费我国全面大幅落后（美元）

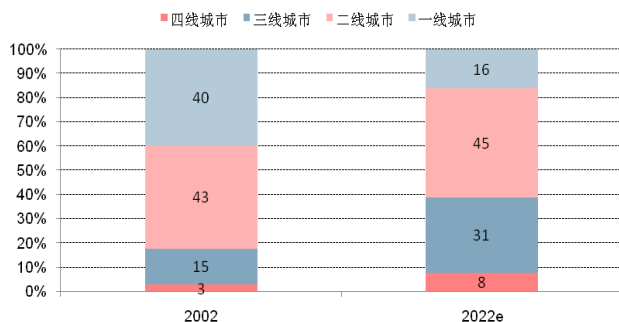


注：此处发达国家为美、日、韩、法、德、英六国。

资料来源：WIND, Euromonitor, 中信建投研究发展部

三四线消费升级，中产扩容，高端需求增长弹性大。消费升级是高端化妆品高增的根本原因，消费层次的提升使得众多国内消费者转向更注重客户特定需求的高端市场，而随经济增长带来的国内中产阶级扩容是消费升级主力军。麦肯锡预测，我国中产阶级家庭到 2020 年将达到 76%，且大众中产阶级（家庭年收入在 6 万至 10.6 万人民币之间）正逐渐向上层中产阶级（家庭年收入在 10.6 万至 22.9 万人民币之间）转移，进一步拉升消费市场主力层次。从地理分布来看，一二线城市曾长期扮演消费升级主力军。2002 年当国内中产阶级萌芽之时，约 40% 生活在北、上、广、深，而这个比例到 2022 年将下降到 16%。主因系近年来低线城市消费者可支配收入增速更快，消费升级趋势更加明显，如三线城市中产家庭在全国的占比将由 2002 年的 15% 提升至 2022 年的 31%。

图 39：中产阶级人口中三、四线城市占比将显著提升

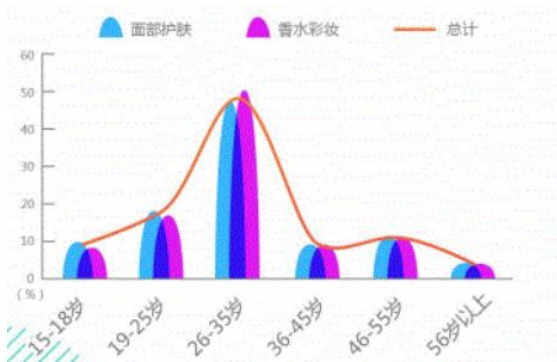


数据来源：麦肯锡, 中信建投研究发展部

千禧一代成为主力，消费者代际切换，新生代需求兴兴向荣。据南都-京东消费研究所发布《2017 美妆消费报告》显示，2016 年 26-35 岁群体在面部护肤、香水彩妆消费占比及增速都显著高于其余年龄层。美妆亦如

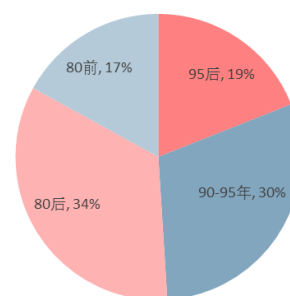
是：CBNData 联合天猫美妆发布《2017 中国美妆个护消费趋势报告》显示，2013-2016 年我国线上美妆消费规模中，80 后与 90-95 年出生消费者合计占比达 64%。

图 40：2016 年面部护理、香水彩妆消费者年龄占比 (%)



数据来源：南都-京东消费研究所，中信建投研究发展部

图 41：2013-2016 年线上美妆消费者年龄分布情况



数据来源：CBNData，天猫美妆，中信建投研究发展部

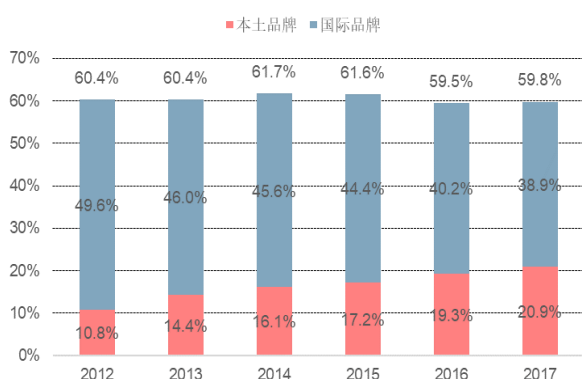
消费税、关税政策利好，征税范围缩小，税率普降，促国民化妆品消费扩大。为适应国民日益增长的化妆品需求，政府多次推出利好政策，包括降低相应消费税、关税等，有力促进国内化妆品消费规模扩大，降低高档化妆品负担，顺应消费升级趋势。

（二）本土品牌快速崛起，品牌、品类、渠道、营销四维发力

● 品牌：立足大众市场差异化发展，市占率稳步提升

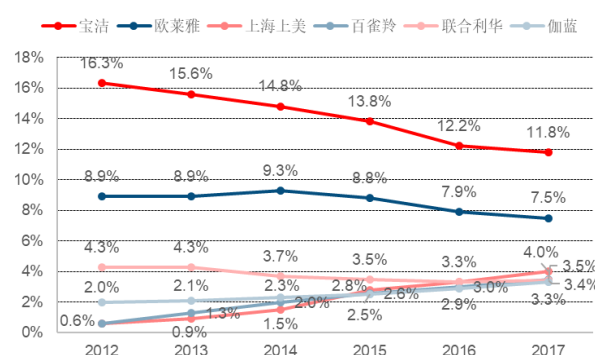
据 Euromonitor 数据显示，2012-2017 年间，本土品牌不断挤压国际品牌在国内化妆品市场前 20 位的份额，从 2012 年的 10.8% 增长到 2017 年的 20.9%。而国际品牌市占率则由 2012 年的 49.6% 下降到 2017 年的 38.9%。相较于受品牌和技术影响较大的高端市场而言，本土品牌在平价的大众市场更具有竞争力。

图 42：大众市场市占率前二十中本土品牌稳步提升



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图 43：2012-17 年国内化妆品大众市场市占率前六公司



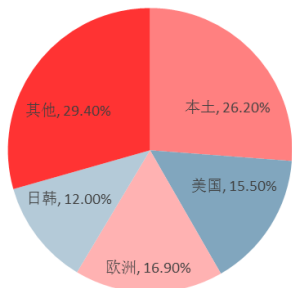
资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

● 品类：护理类格局较佳，局部市场已领先，美妆差距较大，寻求渠道突破

从竞争格局来看，2017 年我国护肤品行业市占率超过 0.1% 的企业共 50 家，销售额合计占比达到 71.6%，

集中度相对集中。其中本土品牌数量 18 家，销售占比 26.2%，表现不仅优于本土其他日化品类，而且在竞争激烈的护肤市场中领先欧洲、美国、日韩，占得最高份额，表明本土护肤优秀企业在经历国际巨头围剿期后已稳住阵脚，逐步培养出属于自己的细分客群与独特竞争力。

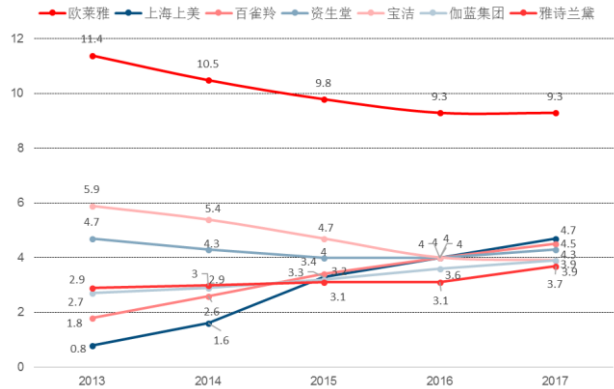
图 44：2017 年中国护肤市场品牌公司归属地格局



注：其他类表示市占率<0.1%的公司所占份额

资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 45：近五年本土公司在护肤品市占率强势追赶（%）



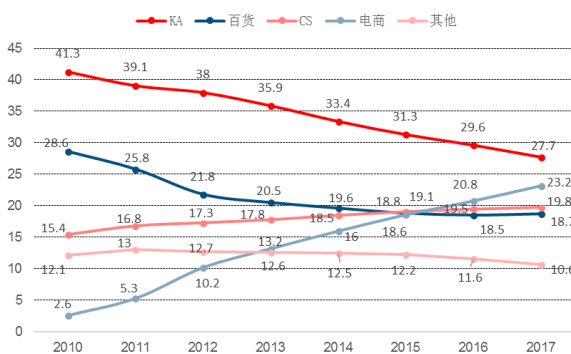
资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

● 渠道：电商、专营店崛起，本土品牌“农村包围城市”弯道超车

2010 年后我国化妆品渠道呈现三大特点，一是电商渠道快速崛起；二是线上渠道挤压 KA 及百货渠道份额；三是化妆品专营店多样化发展步伐不停，渠道份额（包括多品牌及单品牌）超越百货渠道，为电商挤压下唯一正增长线下渠道。

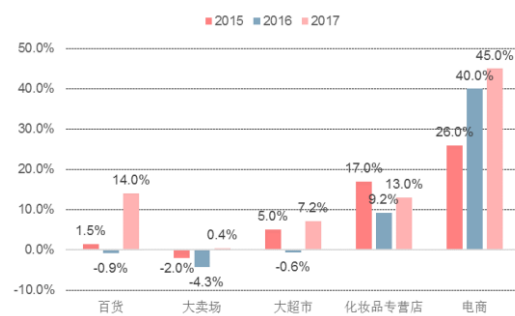
从渠道格局看，目前国际高端品牌占据一二线城市绝对优势，国内品牌市场则扎根三四线城市及乡镇市场，以广大中低端消费客群为目标，扩大市场份额。此外，电商渠道为本土品牌的崛起提供了新机遇，提供弯道超车机会。

图 46：2010-2017 年我国化妆品渠道分布情况（%）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 47：2015-2017 中国化妆品各销售渠道增速



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

● 营销：数字化、年轻化营销四两拨千斤，打造口碑抗衡国际巨头

2010 年以前纸媒、电视等传统媒体占据绝对优势地位国外化妆品企业凭借雄厚资金实力，以大手笔广告投入占据宣传制高点。2010 年之后新媒体不断涌现，本土品牌借用线上社群特性，在营销领域捷足先登，以低营销成本打造口碑，提升国货尤其是在年轻群体中的整体形象。结合综艺节目、网络剧遍地开花的背景，本土品

牌区别于国外品牌，减少了对更多通过明星代言人、单体电视广告等传统方式的依赖，**拥抱数字化营销，选择冠名赞助热门电视/网络综艺节目、冠名或植入热门 IP 剧目和影视作为切入点**，加大曝光时间和话题效果，对于渗透率较低的低线城市影响力尤为显著。

（三）推荐标的：珀莱雅、上海家化

1、珀莱雅：本土护肤品牌佼佼者，匠心铸造品牌，“智”造升级品质

公司 Q3 单季收入 5.18 亿元，同比增长 36.64%，其中护肤类、洁肤类、美容类产品分别实现收入 4.56 亿元、0.54 亿元、0.08 亿元，占比分别为 88%、10%、2%，洁肤类和美容类占比环比提升 2.5、0.1 个 pct，公司丰富产品品类逐渐得到体现。前三季度收入同增 28.58%，同比大幅提升 9.51 个 pct。Q3 单季毛利率 65.07%，同比增长 2.09 个 pct，环比增长 3.75 个 pct，达到上市以来单季毛利率最高水平。**品牌方面**：公司主品牌主打深海护肤，新品牌积极扩展彩妆领域；**渠道管理方面**：分销模式为主，线上线下齐头并进，拉动收入快速增长。**研发方面**：坚持自主生产研发、供应链精细化管控，

投资建议：2018Q3 收入依旧保持高增长态势，毛利率突破至上市最高。统一管理提效控费效果显著，存货周转与回款能力均有提升。联手磐缔设立投资企业，寻求新增长点，加速多品牌布局。我们预计 2018-2020 年公司实现归母净利润 2.63、3.47、4.69 亿元，EPS 为 1.31、1.74、2.34 元/股，对应 PE 为 35、27、20 倍，维持“买入”评级。

2、上海家化：战略转型描绘新蓝图，百年日化龙头再起航

公司 Q3 营收同增 9.95%，增长提速，环比提升 1.70 pct。从品牌上看，前三季度除了佰草集和高夫由于唯品会经销商去库存以及特渠系统升级调整影响，收入有所下滑外，其他品牌均实现正增长。佰草集目前经销商切换完毕，特渠部分 9 月份逐渐恢复正常，同时品牌在过去两年推行产品升级，后台研发持续进行，继续夯实竞争力；高夫品牌发展战略已调整，线下经销网络进一步优化，前三季度收入略有下滑，主要系唯品会经销商影响，除唯品会外电商 GMV 实现双位数增长。

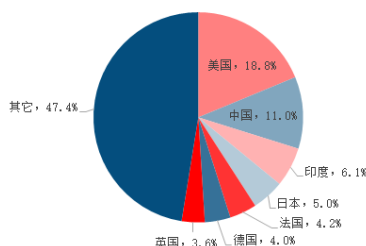
投资建议：公司头部品牌在细分领域持续占据前列，品牌高端化、年轻化有声有色，“华美家”CRM+上海家化 DMP 两大系统打造数字营销闭环。双十一预售情况高增，Q4 唯品会经销商及特渠影响有望恢复正常。我们预计 2018-2020 年公司归母净利润为 5.51、7.49、10.00 亿元，EPS 为 0.82、1.12、1.49 元/股，对应 PE 为 34、25、19 倍，维持“买入”评级。

四、超市：CPI 上行利好、供应链升级加速

（一）我国超市行业规模大、增速回升、集中度低

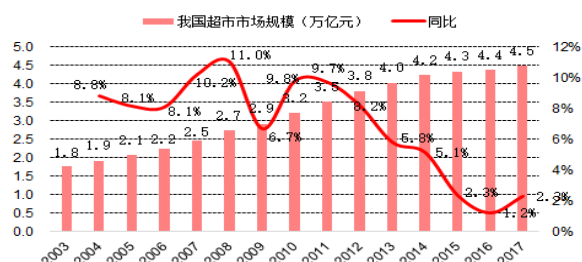
根据 Euromonitor 统计，2007 年我国超市行业市场规模首次超过日本，此后连续十年稳居世界第二，仅次于美国，CAGR 达 6.2%。2003-2011 年，得益于国内经济的强劲以及零售行业的快速发展，超市市场规模维持近 9% 的高增长。2012-2016 年，受国内宏观经济放缓及电商冲击等影响，超市行业景气度持续下滑，增速进入下行通道，从高峰时 9.7% 滑落到最低仅 1.2%。2017 年在线下零售行业整体复苏的环境下，受益于电商冲击弱化、三四线消费升级，国内超市行业增速小幅回暖，同比增速拐点回升至 2.3%。从重点流通企业销售额看，2018 年超市业态的弱复苏局面得以延续。

图 48：2017 年全球超市市场规模占比情况



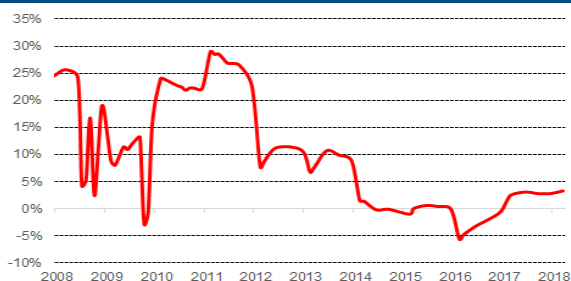
资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图 49：2003 年以来我国超市市场规模及增速变动情况



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图 50：2010 年以来重点流通企业销售额—超市累计同比

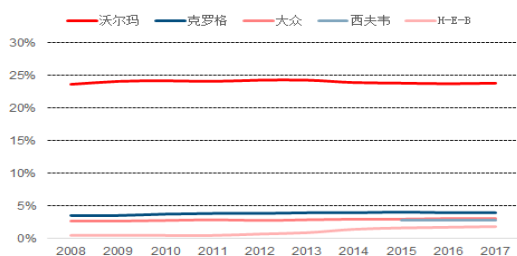


资料来源：WIND，中信建投研究发展部

国内超市行业集中度显著低于美国市场，缺乏全国性市占率龙头。Euromonitor 数据显示，中美两国超市市场份额在品牌间的分布具有较大差距，从龙头企业来看，2017 年美国超市上，市占率第一的沃尔玛占比高达 25.6%，远超第二名克罗格的 4.0%，其在美销售额为 2659 万亿美元。反观中国市场，排名第一的大润发市占率仅有 1.9%，与后三名差距较小，且占比极小，未能拉开差距。从集中度看，美国市场 CR5 高达 37.3%，而中国市场 CR5 仅为 6.8%，集中度低，品牌格局分散。区域性垄断经营成为集中度低的重要原因，在二三线城市，早期由于上游渠道相对固化以及地方国企利好加持，区域连锁超市垄断当地大量资源，并利用积分、促销等方式提升客户留存率，形成区域优势壁垒，阻碍全国连锁龙头进一步向下延伸发展。

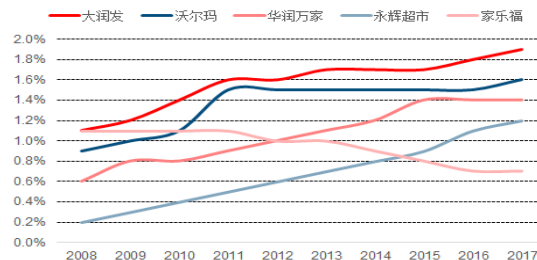
内资超市逐渐崛起，有望加速超越国外龙头。从市占率的时间维度上看，大润发、沃尔玛近五年在华表现一般，增长势头有所放缓；家乐福在华表现近十年较为低迷，市占率呈下行走势，2018 年初与腾讯、永辉超市达成入股意向；反观本土，从福州起家的永辉超市，经历层层跨区域发展，逐渐从区域性商超转向全国性商超，其市占率上升势头强劲，未来几年有望超越国外龙头跃居市占率榜首；华润万家虽然近两年市占率增速放缓，但在 2014 年之前相较国外龙头同样保持市占率的高度增长。

图 51：2003-2017 年美国超市市占率品牌 TOP 5



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图 52：2003-2017 年中国超市市占率品牌 TOP 5

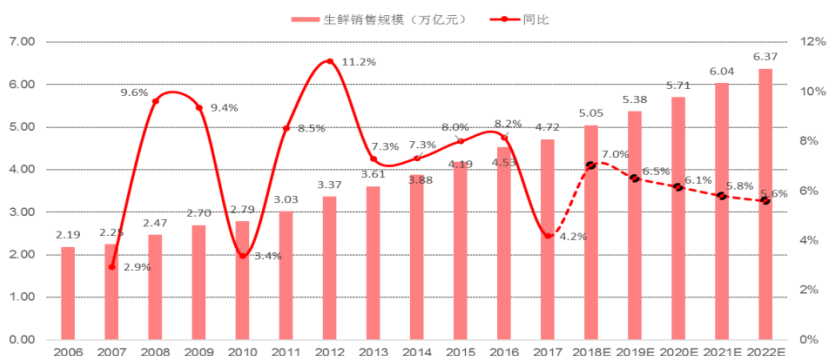


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

（二）生鲜超市稳步推进，线上洗牌后新零售赋能大胆探索

作为最刚需的饮食需求，生鲜产品无疑是最高频、无论线上线下都最能引流的商品。我国庞大的人口支撑起万亿级生鲜市场，据 Euromonitor 统计，2006-2017 年我国生鲜销售规模稳定增长，CAGR 达 7.24%，2017 年同比增长 4.2% 至 4.72 万亿元，预计未来五年增速回升至 5%-7%，至 2022 年生鲜交易规模突破 6.37 万亿元。

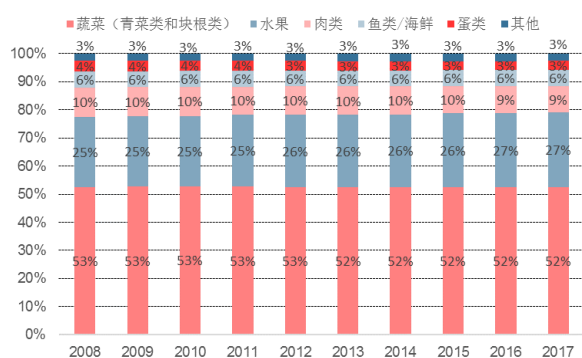
图 53：2011 年以来我国生鲜交易额



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

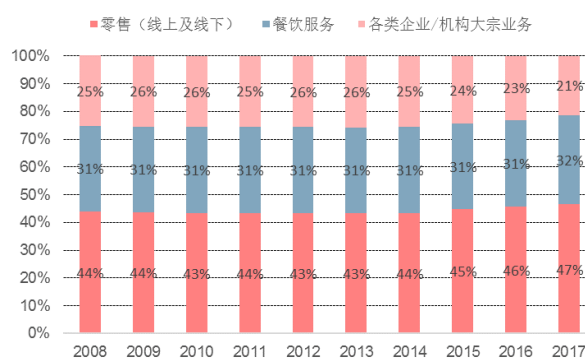
我国生鲜消费品类结构比较稳定，一定程度代表我国居民饮食习惯，其中蔬菜类（青菜及块根类）消费占比超一半，水果、肉类、鱼类/海鲜、蛋类分别约 27%、9%、6%、3%。从交易形式看，直接面向终端消费者的生鲜零售（线上及线下）渠道占比最高，从 2008 年的 44% 升至 2017 年的 47%，餐饮服务与各类企业/机构大宗业务各占约 32%、21%，大宗业务比例呈下降趋势。

图 54：2008-2017 年我国生鲜交易品类结构



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图 55：2011 年以来我国生鲜交易形式结构

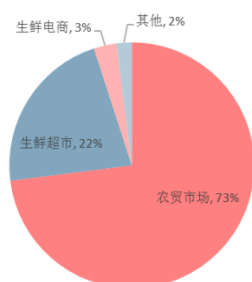


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

从生鲜销售渠道上看，线下方面，传统的农贸市场、个体农户街边摊仍然是占据主体，据易观《2016 中国生鲜电商物流行业专题报告》数据，2016 年我国生鲜农产品零售中农贸市场占比仍高达 73%。传统农贸市场脏乱差居多，加工条件简陋，生鲜进货来源杂乱且缺乏质量管理，产品质量难以得到保证，生鲜超市作为农贸市场各方面的升级货场，保障安全、卫生的同时，设立专业采购系统进行批量采购、统一配送也使得进货成本降低，定价更加公正统一。自从行业先驱者永辉超市于 2001 年率先将生鲜引进现代超市后，2009 年中央 1 号文件提出“支持大型连锁超市和农产品流通企业开展农超对接”，各级政府不断支持鼓励生鲜零售业态升级，线下生鲜“农改超”一直稳步推进。我国生鲜超市 2011-2016 年销售规模 CAGR 为 8.9%，且呈加速增长态势，2016 年达到 1.3 万亿元，占整体生鲜销售规模升至约 22%-28%。

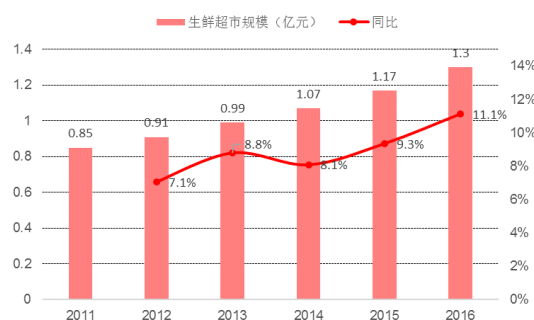
对标发达国家，美国、德国的生鲜农产品 90%是通过连锁超市和食品商店销售，日本生鲜该类渠道占比也达到 70%。我国目前差距较大，虽然居民买菜习惯更改需要时间、生鲜超市经营难度大、城区设计不合理导致搬迁困难等原因使得“农改超”进程较为缓慢，尤其是在中小城市推进受阻，但出于人们对健康生活和高质量的需求，未来生鲜超市份额继续扩大势在必行。

图 56：2016 年我国生鲜农产品销售渠道结构



资料来源：易观，中信建投研究发展部

图 57：2011-2016 年我国生鲜超市规模情况



资料来源：中国产业信息网，中信建投研究发展部

生鲜电商的起起伏伏是行业渠道另一重要特征，2005 年易果生鲜的成立，为我国首家生鲜电商，行业进入探索期。2009 年以后随着电商勃兴，各个消费品类线下渠道均受到来自线上的明显冲击，生鲜作为最具引流聚客效应的消费品同样被诸多电商视作必须攻下的山头。市场大幕拉开，一时间众多生鲜电商如雨后春笋涌现，2012 年被视作生鲜电商元年，是年顺丰优选、京东生鲜等巨头进场，行业高速发展。但生鲜由于非标准化、难保存易变质、实物体验重要性强等特殊性质，导致其与电商的结合在行业粗放式增长时很快显示出水土不服，诸多生鲜电商其亡也忽焉，据尚农生活馆统计，2015 年以来累计有近 35 家生鲜电商倒闭或转型，其中绝大多数经营不超过 5 年。

表 4：生鲜发展电商模式遇到的困难

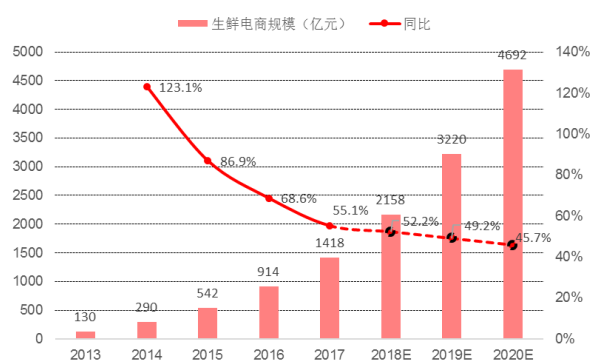
	内容
易破损、变质	生鲜品类在运输和仓储的过程中特别容易受温度、搬运情况的影响而发生变质、破损，品质保障有难度。
冷链物流体系不发达	生鲜品类众多且生产地分散，长距离运输不可或缺，但我国冷链物流技术发展落后，运输成本高，自建冷链物流亦需要大量资金。
生鲜附加值低	售卖未加工的初级生鲜产品利润低，行业生存空间自然较小。
生鲜标准化难	生鲜产品不易标准化，同时国内以小农经济为主，使得生鲜集群效应较弱，分散化非标不适应线上做大。
实物体验十分重要	消费者及其关注生鲜品质，线上无法达到线下的直观性，而生鲜质量又很难保障，造成整体消费体验较差。

资料来源：易观，中信建投研究发展部

市场洗牌之后，资本开始明显向龙头集中，阿里、腾讯两大巨头逐渐入局圈地，在整体电商流量成本提升的大背景下，综合生鲜与电商的诸多不和谐之处，重新重视线下门店覆盖、供应链精细化管理、消费者体验佳等优势，以新零售模式变“分流”为“加持”。一方面投资行业胜出者（阿里投资易果生鲜、腾讯投资每日优鲜），协助其夯实冷链物流等关键环节，稳固龙头地位；另一方面联手其控股或参股线下商超龙头，孵化生鲜新零售

场景，阿里联手新华都等创立盒马鲜生，永辉超市获腾讯参股投资并设立超级物种，共同代表当下生鲜新零售模式的代表，均实现迅速扩张。经历整合其增速迅速下滑后，目前生鲜电商进入稳定期，2017年规模同比增长55.2%至1418亿元，占生鲜整体规模由2013年的0.36%升至2017年3%。新模式探索期内生鲜电商整体仍处亏损，但易观预测在龙头支持下，整体规模未来三年仍能保持45%以上增速。

图 58：2013 年以来生鲜电商规模及增长



资料来源：易观，中信建投研究发展部

(三) 推荐标的：永辉超市、家家悦

1. 永辉超市：打通生鲜产业链，新业态高屋建瓴正蓬勃

公司 2018 前三季度实现营业收入 526.92 亿元，同比增长 21.67%，增速同比提升 4.67 个 pct，营收持续高增；业绩方面，主要受云创亏损拖累，归母净利润 10.18 亿元，同比下降 26.90%。公司已将云创出表培育，业绩压力大为减轻。公司深绑上游+直采团队+冷链仓配，生鲜供应链明显。全国性逆势扩张，渠道规模优势强劲：2009-2018H1 公司门店由 122 家增至 952 家。

投资建议：永辉超市作为国内生鲜超市龙头，深绑上游+直采团队+冷链仓配打造生鲜全链条，优势凸显；加速新开门店，渠道下沉契合低线城市消费升级；创新求变精神与完善的激励体系助力公司业务快速扩张；云创出表培育大大减轻业绩压力，与腾讯合作不断加深，科技赋能新零售，未来空间巨大。我们预计 2018-2019 年公司实现净利润 16.18、23.58、30.98 亿元，对应 EPS 为 0.17、0.25、0.32 元，对应 PE 为 43、30、23 倍，维持“增持”评级。

2. 家家悦：收入提速、业绩高增，内生外延增长动能足

公司 Q3 营收同增 18.13%，增速同比+13.54 pct，营收增速大幅提升。分业态看，综合超市表现不俗，大卖场最为靓丽。Q3 大卖场营收 14.29 亿（同比+28.54%），成为收入增长主要发力点，驱动公司收入提速增长。综合超市 Q3 营收 15.58 亿（同比+8.71%），营收增速亦提升显著。公司前三季度共新开店（包括并表维客 9 家门店）63 家，关闭门店 19 家，净开店 44 家，全年开店目标有望实现。公司收购张家口福悦祥 67%股份，开启全国扩张步伐。

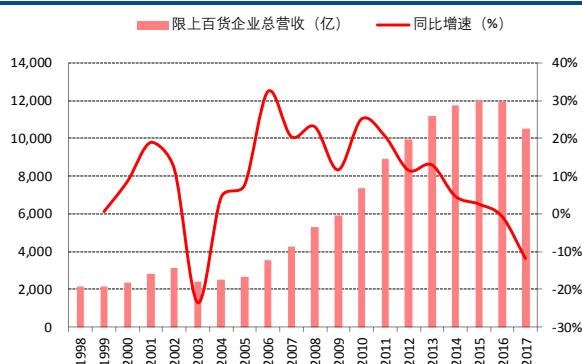
投资建议：公司系胶东地区商超龙头，深耕生鲜供应链，物流能力强劲，自有品牌商品占比高。公司对内持续加强生鲜供应链与物流建设、对管理机制、门店结构积极调整；对外开店提速并推进胶东外地区发展布局。收入业绩稳健增长，现金流充沛。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.9、4.6、5.7 亿，对应 PE 分别为 26、22、18 倍。维持“买入”评级。

五、百货：跨区域布局+业态升级，集中度有望提升

（一）百货业态增速放缓，竞争格局分散，缺乏全国性龙头

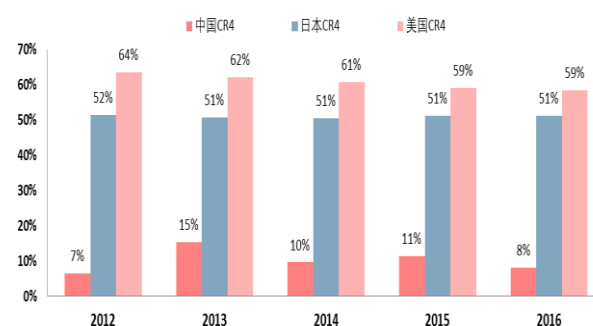
从限上百货企业营收看，2004-2011年百货行业经历快速发展期，营收从2500亿增加至8900亿，CAGR为20%；2012年起，行业增速明显放缓，2016、2017年转为负增长，2017年限上百货营收为10527亿元。在连锁经营协会公布的2016年百强名录中，百货企业CR4仅为8%，远低于日本（51%）、美国（59%），行业格局分散。

图 59：1998-2017 限上百货企业营收与增速



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 60：2012-2016 百货行业 CR4 与 CR8



资料来源：中国连锁经营协会，中信建投研究发展部

百货分布地域性强，缺乏全国性龙头。我国百货企业中尚未形成在全国层次规模、销售额等方面占绝对优势的全国性企业，大多为某一省中龙头企业。各区域的百强连锁百货企业分布密度也有所不同，在经济较为发达的沿海省份分布密度较高，内陆省份相对较少。这种地域分割明显的主要是历史原因造成：百货企业多为地方国资背景，缺乏全国扩张动力。随着民营、外资百货设立、国企改革不断深化，地域分割现象有望改变，未来3-5年是产业集中度加快提升的时间窗口，只有品牌定位独特、数字化转型成功的优质百货才能得以长久生存，既可以分享蛋糕的自然增长，也有机会提升市场份额。

表 5：主要上市百货企业地域分布情况

百货公司名称	主要经营区域	2017 门店总数	百货公司名称	主要经营区域	2017 门店总数
王府井	华北、西南、西北、中南	56	利群股份	山东	585
翠微股份	北京	14	金鹰国际	江苏	32
首商股份	北京	17	中央商场	江苏	14
欧亚集团	吉林、内蒙	112	武汉中商	湖北	45
大商股份	东北	49	鄂武商 A	湖北	77
合肥百货	安徽	228	重庆百货	重庆、四川	181
银座股份	山东、河北	100	天虹股份	华南、华中	76
汇嘉时代	新疆	9	友好集团	新疆	33

资料来源：中国连锁经营协会，中信建投研究发展部

（二）供给侧改革升级，业态变迁加速

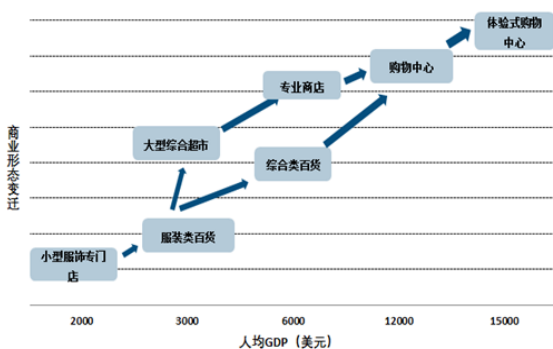
从零售业态变迁的一般规律看，当人均 GDP 超过 6000 美元后，百货业态将向着购物中心与体验式购物中心变迁。当前百货业态前进的方向有：

1、联手互联网巨头，全渠道深度融合

渠道多元化：线下以常规及紧急购物为主，商品主要针对更为注重体验感，及对质量更为注重的母婴、彩妆等类别。联手电商巨头布局新零售，线上流量成本趋增，线上线下互补，扩大受众群体。

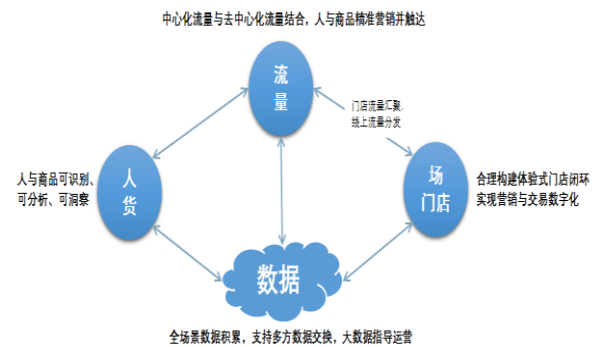
数字化转型：利用移动互联网和新技术，以人为中心，以大数据为驱动，消费者精准画像带来转化率提升，帮助实体零售提升效能。百货向上下游延伸，走进商品及消费者，避免千店一面。

图 61：零售业态变迁路径



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 62：互联网技术对传统技术的赋能



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

2、运营模式由联营向自营转型，创新力、竞争力不断提高

联营模式存在的问题：“二房东”收租金的联营模式，盈利能力提升空间有限，缺乏对供应商的控制能力，对消费市场的感知能力弱，百货自身的品牌价值及运营能力弱化，同质化程度较高。

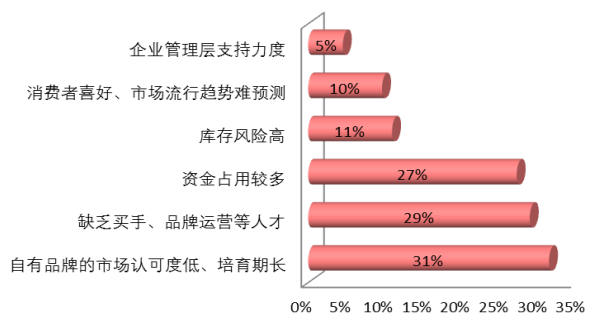
百货向自营转型，被看作一项持久战。因为解决专业买手团队“人才”问题是很大的挑战、提高对商品的经营管理能力并不是一朝一夕形成的，消费者对于品牌的信赖度高于设计师。但长远来看，通过自营模式，百货公司能够为自己建标签，突出自己的独特性和差异性。

图 63：百货经营模式对比

代表	欧美百货	中国百货
经营模式	自营	联营
货品归属	自有	品牌商
毛利率	40-60%	20-25%
利润来源	进销差价	销售扣点
经营控制力	高	低
品牌独特性	高	低
库存风险	高	低

资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 64：百货转型自营模式面临的挑战



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

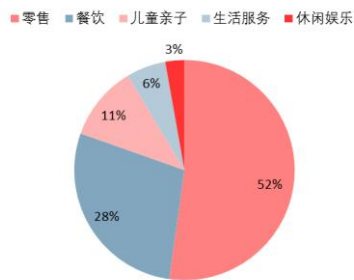
3、体验式业态是百货转型的焦点

传统百货以零售为主导，零售业态占比超 80%，购物中心仅 50%左右。随着消费者对于商业设施的体验性需求日益增强，构建体验式购物场景渐成百货业转型升级的焦点。

购物中心：在传统百货的基础上增加餐饮、休闲娱乐（电影院、儿童）等体验业态，具有体验化优势，业态复合度高，能够更好地满足消费者一站式服务，达到聚集客流的目的。

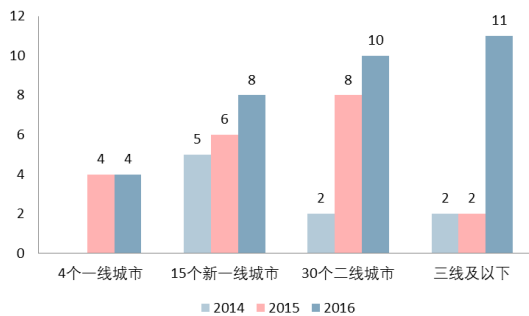
奥特莱斯：定位“品牌直销购物中心”，从发达城市向次发达城市过渡，由销售过季、断码品牌商品及工厂直销商店组成的购物中心，主打性价比优势，利用品牌折扣的引流效果好。

图 65：2017 新开购物中心业态占比情况



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 66：2017 年全国新开奥特莱斯店分布



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

（三）推荐标的：王府井、天虹股份

1、王府井：稳健增长，奥莱靓丽

2018Q3 公司营收 60 亿，同增 0.58%，其中百货&购物中心 Q3 收入 47.95 亿元（同减 0.41%）；奥特莱斯 Q3 收入 8.35 亿元（同增 7.33%），成为收入端增长主要驱动力。公司系少数具备全国扩张能力的百货龙头，华北、西南、西北、华中地区前三季度营收占比分别为 34.19%、29.19%、16.22%、12.89%，东北、华南、华东合计占比 7.51%。

投资建议：公司自有物业重估价值高、现金流充沛、控费能力强，目前估值处于历史较低水平。我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 11.9、13.7 和 15.7 亿，EPS 分别为 1.5、1.8 和 2.0 亿，对应 PE 分别为 10、8、7 倍，维持“增持”评级。

2、天虹股份：三季度业绩靓丽，内生外延增长稳健

2018Q1-Q3 公司实现营业收入 138.34 亿元，同增 6.92%；归母净利润 6.73 亿元，同增 36.94%。**零售主业增长稳定，购物中心同店增速领跑。**2018Q1-Q3 公司零售主业同比增长 5.73%。同店方面，Q1-Q3 可比店同店增速 2.59%，其中购物中心同店增速 7.63%，拉动作用巨大。公司持续拓展门店网络，门店战略布局逐渐完善，截止 Q3，公司各业态门店总数达 318 家，面积合计约 279 万平方米。

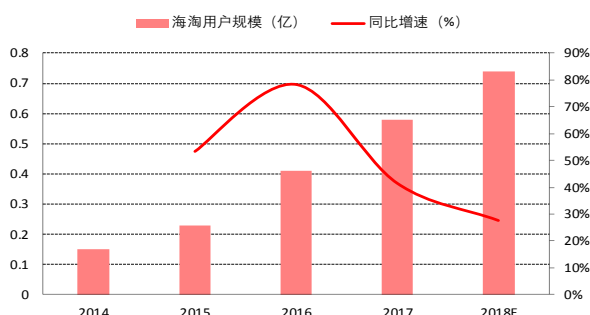
投资建议：公司正处行业转型期，龙头效应叠加数字化运营为公司发展奠定优势。公司 Q3 实现业绩加速增长，购物中心业态店效提升明显。公司与腾讯合作有序进行，推进科技创新应用，新零售门店布局初步完善。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润 8.9 亿、10.5 亿、12.0 亿，对应 PE 分别为 16、13、12 倍，维持“买入”评级。

六、跨境电商：政策利好叠加消费升级，跨境电商蓬勃发展

（一）跨境零售趋势明显，国际化进程加快

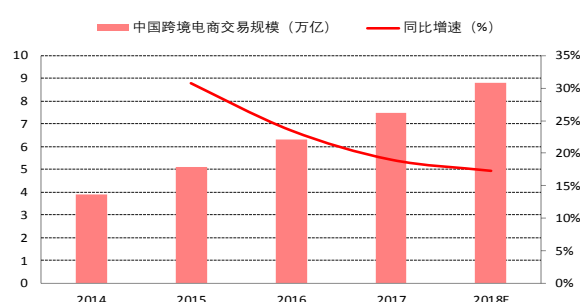
伴随着互联网、支付、物流等领域的高速发展，跨境零售应运而生。2014-2018E，我国海淘用户规模从 0.15 亿增加至 0.74 亿，CAGR 为 49%；跨境电商交易规模从 3.9 万亿增加至 8.8 万亿，CAGR 为 23%。政策利好+消费升级+技术进步，多重利好驱动跨境零售增势可观。

图 67：2014-2018E 中国海淘用户规模



资料来源：艾媒咨询，中信建投研究发展部

图 68：2014-2018E 中国跨境电商交易规模（万亿）

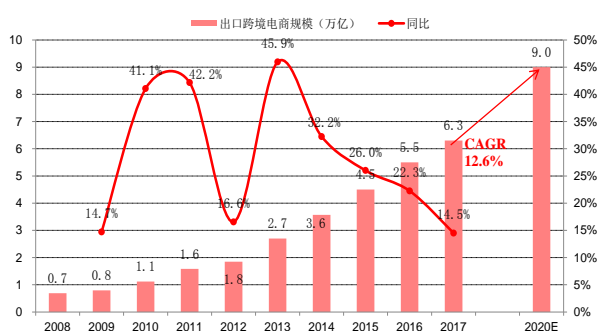


资料来源：艾媒咨询，中信建投研究发展部

（二）跨境出口：供给、需求齐发力，跨境出口快速发展

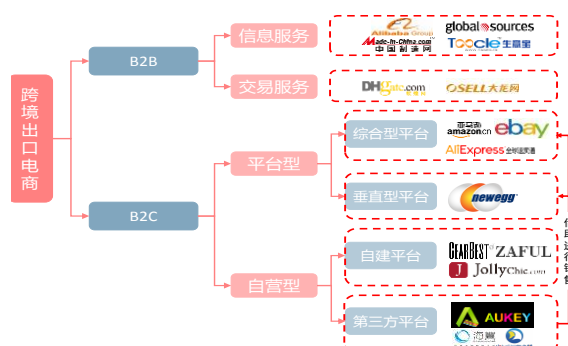
由于我国的出口产能有着较强的成本优势和释放需求，加之一带一路政策对跨境出口有相对倾斜，目前我国跨境电商仍以出口为主。根据商务部和海关总署的统计，2017 年我国出口跨境电商交易额 6.3 万亿，预计到 2020 年跨境出口交易额将增长至 9.0 万亿元，期间 CAGR 为 13%。目前出口跨境电商模式主要包括 B2B 和 B2C 两类，B2B 仍为主流，B2C 占比逐渐提升。

图 69：2016-2020 年出口跨境电商交易额 CAGR 达 13.1%



资料来源：商务部，易观智库，艾瑞网，阿里研究院，中信建投证券研究发展部

图 70：出口跨境电商主要模式



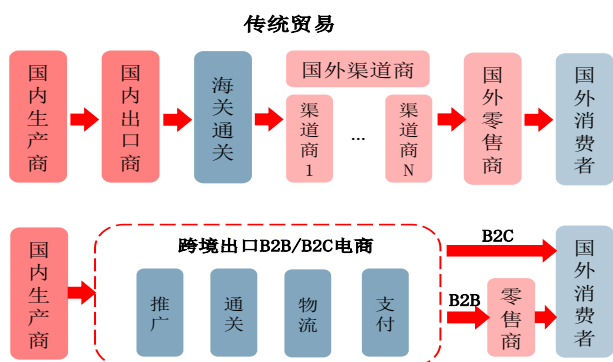
资料来源：中信建投证券研究发展部整理

● 供给端产业优势不断提效，配套政策保驾护航

跨境电商依托互联网技术，打破一般贸易多层级，使供需之间的信息更加丰富而对称，提升信息交流效率，对供需双方带来改革红利。对于供应商：跨境电商（特别是跨境 B2C 类电商）有着提效降本的作用；对于消费者来说：跨境电商提供了更多更好的购物选择和体验。

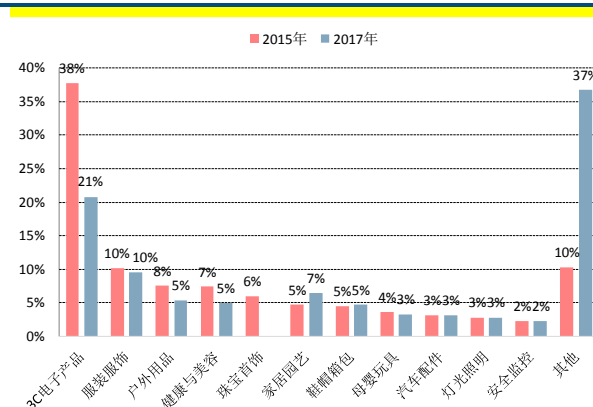
中国制造优势仍存，以服装、3C 向外延展。根据电子商务研究中心的调查，跨境出口中，我国生产具有较强成本优势的电子与服装类产品出口占比接近 50%，2017 年这一比例下降至 31%，出口产品向外延伸，出现许多新品类，如电动平衡车、指尖陀螺等。

图 71：出口跨境电商模式打破层级，效率提升



资料来源：中信建投证券研究发展部整理

图 72：2015 年出口产品品类以 3C 与服装为主



资料来源：中国电子商务研究中心，中信建投证券研究发展部
注：珠宝首饰 2017 年移入其他项目中

政策全方位支持跨境出口。跨境电商作为近年来出现的新贸易手段，相关政策的制定也经历了从无到有、从被动到主动的转变。2012 年底以来，中央和地方层面密集出台支持跨境电商的各项政策，并在通关、税收、支付、海外仓建设等环节不断完善配套措施进行支持。

表 6：部分出口跨境电商重要扶持政策

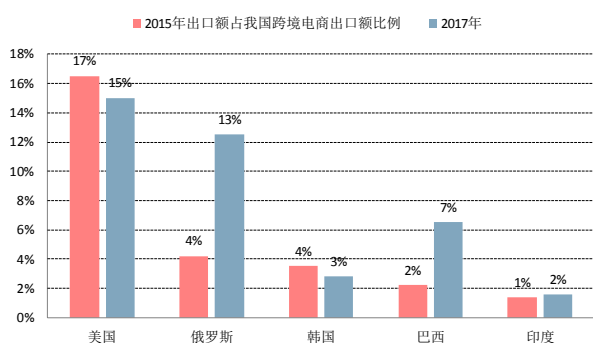
环节	时间	政策支持
通关	2016.8.17	李克强总理指出要按照便利通关要求，简化查验手续，确保跨境电商充分享受通关便利。
	2013 年	财政部、国家税务总局发布公告通知符合条件的跨境电商零售出口适用消费税、增值税退（免）税政策。
税收	2016.9.1	实施修订后的《出口退（免）税企业分类管理办法》，区分不同外贸业态设定一类企业标准，提高一类企业占比，有效的提升跨境电商出口退税的成功率。
	2018.11	国常会表示将继续研究出口退税政策
支付	2013 年	央行发布《关于简化跨境人民币业务流程和完善有关政策的通知》，跨境支付牌照数量快速增长。
	2015.5	商务部于推出《“互联网+流通”行动计划》，明确提出两年内推动建设 100 个电子商务海外仓。
仓储物流	2016.3	《政府工作报告》中提出要采取有效措施支持有实力的电商企业设立海外仓，进一步提高通关效率、降低物流成本、缩短营销环节、改善配送效率。
	2017.9	鼓励并加强跨境电商试点城市保税仓及一带一路沿线海外仓的建设

资料来源：互联网，中信建投证券研究发展部

- 需求端发达国家红利仍在，新兴市场潜力巨大

我国跨境电商出口国家主要分布在欧美地区。2015 年我国跨境电商出口美国占比 16.5%，2017 年为 15%，仍为占比最高的单一国家。我国对俄罗斯、巴西等新兴市场的出口额虽然不如欧美市场，但其占比近年来提升较多，分别从 2015 年的 4%、2% 提升至 2017 年的 13%、7%，新兴市场较低的电商渗透率和竞争为出口跨境电商提供了广阔的发展空间。

图 73：新兴市场在我国跨境电商出口中占比逐步提升

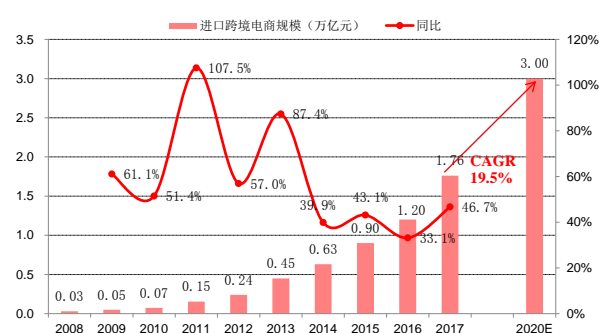


资料来源：中国电子商务研究中心，艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

（三）跨境进口：消费升级+物流模式提效，共驱进口快速增长

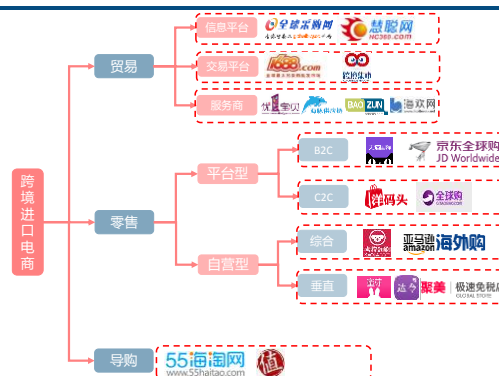
伴随着国内消费升级的带动，以母婴用品、美妆、食品和轻奢类产品为主的进口跨境电商市场迎来快速发展，2017 年进口跨境电商交易规模 1.76 万亿元，预计 2020 年将增加至 3 万亿，CAGR 为 19%。跨境进口电商的交易模式主要有贸易模式——B2B，以及零售模式——分为 B2C 和 C2C 两类。目前我国的跨境进口电商主要采取 B2B 模式，但是随着国内消费结构升级，国内消费者的个性化消费需求增加，进口零售交易规模和占比不断扩大，

图 74：2016-2020 年进口跨境电商交易额 CAGR 达 25.7%



资料来源：商务部，阿里研究院，中信建投证券研究发展部

图 75：进口跨境电商模式梳理



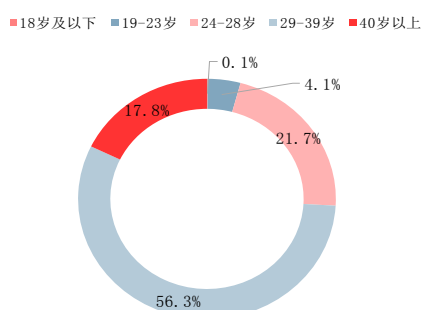
资料来源：阿里研究院，中信建投证券研究发展部

● 消费升级与代际切换驱动跨境购物受追捧

随着中产阶级不断扩容，以及 80、90 后逐渐成为新一代消费主体，我国消费者更加追求品质消费、体验消费、健康消费，对商品的品质、个性化、以及对专业性、安全性都提出了更高要求。跨境消费作为消费升级的

代表，越来越受到消费者的青睐。根据艾瑞咨询调查数据，28岁以下年轻人占据海淘群体25%以上

图 76：2016-2020E 年进口跨境电商交易额 CAGR 达 25.7%



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

● 多样化物流配套助发展，直邮、集货、保税仓各有所长

跨境进口 B2C 交易目前有三种主流物流模式：直邮、集货和保税仓，三种物流模式的主要区别在于配送时间、成本以及对终端消费者反馈的反应速度。目前国内规模大、资金实力和库存管理实力较强的跨境电商均采用多种物流方式结合，以规避单一物流方式带来的风险，而规模较小的企业则需要根据产品更新频率、终端客户配送时间要求等特点选择合适的物流模式。同时，国内多家物流企业也开始积极布局海外仓，以提升转运业务中国外段的物流能力。

表 7：不同物流模式的优劣势对比

	速度	报关	规格与品类限制	成本	适合的卖家
直邮	对终端碎片化需求反应快； 邮政小包 配送速度较慢，平均时间：20-40 天	部分报关， 海关抽查	除违法商品外，品 类无限制； 邮政小包限重 30KG	以美国邮政 5KG 到 中国为例，约 560 元	平台型 C 端卖家，非标品或 需求碎片化产品卖家
	对终端碎片化需求反应快； 国际快递 配送速度相对较快，平均时间 3-10 天	大部分按 规定报关	除违法商品外，品 类、重量无限制	以 Fedex 联邦快递 5KG 到中国为例，约 1800 元	平台型卖家，非标品或需求 碎片化产品卖家
集货	对终端碎片化需求反应快； 配送速度慢，平均时间 5-40 天	部分报关， 海关抽查	除违法商品外，品 类、重量无限制	需要有海外仓或与 海外仓合作，但 一般 低于直邮	平台型和自营型 B 端卖家
保税仓	对终端碎片化需求反应慢； 从下单到收货配送时间远快于 直邮与集货，平均时间 1-5 天	全部报关	对于跨境电商来 说，品类有海关“正 面清单”严格限制	仓储物流管理成本 较高 ，配送成本主要 为快递	平台型和自营型 B 端卖家

资料来源：艾瑞咨询，阿里巴巴，美国邮政，Fedex，中信建投证券研究发展部

● 政策监管逐渐完善，引领行业健康发展

自 2014 年 7 月政府赋予网购保税进口身份、批准跨境电商试点城市以来，关于进口电商的政策就陆续出台，为进口电商发展清除障碍。通关服务方面，通过增加海关作业时间、推行无纸化办公提高通关效率；物流方面，

鼓励建立提供仓储服务的服务型企业；支付方面，开放购汇、提高网购交易限额。一系列政策扶持为跨境电商的发展提供强有力的配套支撑。11月的国常会决定延期执行“4.8新政”，并提高个人限额，明确将跨境进口按照个人物品进行监管，为跨境进口添加政策红利。

表 8：2015 年跨境进口重要政策梳理

发布日期	部门	政策文件	主要内容及意义
2015.01	外汇管理局	《国家外汇管理局关于开展支付机构跨境外汇支付业务试点的通知》	开放进口跨境电商通过具有跨境支付资质的第三方支付机构或银行完成购汇； 网络购物单笔交易限额由 1 万美元提高至 5 万美元
2015.03	国务院	《国务院关于同意在杭州设立跨境电子商务综合试验区的批复》	批准杭州成为国内首个跨境电商综合实验区，在跨境电商涉及的交易、支付、物流、通关、退税、结汇等环节进行试点
2015.05	海关总署	《关于调整跨境贸易电子商务监管海关作业时间和通关时限要求有关事宜的通知》	保证各地海关 365 天*24 小时作业时间，提升通关效率
2015.06	国务院	《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	对商品采取集中申报、查验、放行和 24 小时收单等便利措施；鼓励跨境电商企业通过国外仓、体验店等拓展营销渠道；培育一批公共平台、外贸综合服务企业为跨境电子商务提供通关、仓储、融资等服务
2015.12	海关总署	《海关总署关于在部分海关开展进出口货物报关单修改和撤销无纸化试点相关事宜的公告》	无纸化作业进一步提升效率和准确性
2016.01	国务院	《国务院关于同意在天津等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	批准广州、深圳、天津、上海、重庆、合肥、郑州、成都、大连、宁波、青岛、苏州 12 市设跨境电子商务综合试验区
2016.03	财政部、海关总署、国家税务总局	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》（“4.8 新政”）	1、取消跨境电商免税额，将原行邮税改为关税+增值税+消费税，提高交易限额； 2、颁布正面清单，但直购商品的入关通关单检验流程简化；将行邮税税率由四档调整为三档； 3、对跨境电商的物流和库存管理能力、资金实力提出了更高的要求
2016.11/2017.02	财政部、海关总署、国家税务总局	《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》	“4.8 新政”延缓至 2017 年年底，跨境电商货物以个人物品对待，仍然执行行邮税。
2018.11	国务院	国常会	国常会决定进一步延缓“4.8 新政”，提高限额，并明确按照个人物品监管

资料来源：财政部、海关总署、国家税务总局、艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部整理

（四）推荐标的：跨境通

跨境通：高增长不断验证，现金流大幅改善

2018Q3 单季收入同比增长 86.70%至 59.16 亿元，归母净利润同比增长 78.1%至 3.21 亿元。撇除优壹电商影响后，Q3 单季营收增速约为 40%，高增长不断得到验证。从公司各事业部看，环球易购单 Q3 营收同增约 33%；帕拓逊 Q3 营收增约 48%；优壹电商 Q3 实现营业收入 14.94 亿元；实现归属于母公司股东净利润 2.10 亿元。**现金流大幅改善，出口业务造血能力进一步提升。**公司 Q3 经营性现金流实现由负转正，约 0.9 亿元；环球易购 Q3 经营性现金流净额约 1.8 亿元；帕拓逊 Q3 经营性现金流净额 0.3 亿，出口业务造血能力进一步提升。

投资建议：公司跨境业务能力强劲，环球易购、前海帕拓逊出口业绩高速增长，第三方平台优势巩固，进口全渠道稳步推进，优壹电商补强进口意义重大。随自营站平台化及本土化战略实施，网站架构升级完成，加强消费客群档次以及客户体验，存货控制及现金流持续改善，龙头增长前景值得期待。我们预计公司 2018-2020 年净利润 12.3 亿元、17.3 亿元、23.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.79、1.12、1.48 元/股，对应 PE 为 16、11、9 倍，维持“买入”评级。

七、投资逻辑

展望明年，经济环境有可能持续承压，反映到消费层面就是居民消费增速稳步放缓，消费意愿收到压制，从而切换消费者的边际消费倾向与消费偏好；反映到公司层面就是企业业绩进一步分化，强者恒强，而适应消费趋势切换的企业更是有望弯道超车。站在当下，结合我们对 2019 年的判断，我们建议四条选股主线，精选优质个股：

1) **长看新零售下半场已来：新零售对业态持续重塑，零售业态将更加贴近与感知消费者需求**，在贴近需求方面，传统业态将持续提升消费者的消费体验，**全渠道触达消费者，购物场景的发展重心由“到店”向“到家”转移**，在这一趋势下，与消费者物理空间最为贴近的**社区便利店**发展空间广阔；在感知需求方面，消费者的需求偏好到制造端的数字通道将被打通，消费者将直接参与生产—物流—销售全环节，**新零售进一步向“新制造”延伸**，数字化建设领先、具有强大供应链能力的生产企业有望脱颖而出。建议关注线上线下高度融合、渠道持续下沉的**苏宁易购**；精准定位大众市场，品牌授权轻资产模式高效率运营的**南极电商**；供应链与制造能力出众，“新制造”基因显著，新品牌、新品类、新渠道合力推进的**开润股份**。

2) **从宏观角度，首选必选消费，结合长期温和通胀预期，优质超市公司存在阶段性机会。**超市龙头在过去两年持续进行经营效率提升改造、供应链管理精细化、逆势展店，同时渠道不断下沉，迎合低线城市消费升级趋势，已经具备较为稳固的竞争优势和壁垒；同时积极探索新零售赋能，新业态模式已初具规模，具备潜在的高增长点；行业进入分化期，部分公司内在缺陷逐渐放大，增长艰难，优质商超龙头有望在区域内进一步提高市占率，并进行跨区域布局与整合，强者恒强。建议关注**永辉超市、家家悦**等。

3) **从成长性看，关注本土化妆品崛起。**我国化妆品市场广阔，本土化妆品“品牌+研发+营销+渠道”齐发力，**崛起加速**，与国外品牌研发差距迅速减小，借助线上渠道降低营销门槛，助力本土品牌形象重塑，加速推进产品高端化，并依靠粉丝经济提升消费粘性。从发达国家经验看，**化妆品“口红效应”明显**，受宏观经济环境影响较小，我们推荐与国际品牌定位与渠道布局错位的**珀莱雅**；多品类延伸且具备较强品牌力的**上海家化**

4) **从估值角度，多数零售优质公司已处于估值的底部，同时自有物业资产重估价值高、现金流充沛、负债率健康，业绩稳健**，我们认为这部分公司在消费环境整体下行趋势下，能够为投资者带来较为稳定的 ROE 回报，具备较高的防御价值。建议关注：**王府井、天虹股份**等。

5) **结合政策利好，跨境电商发展正蓬勃**，龙头公司**跨境通**业务能力强劲，受中美贸易战影响较小，自有专线、海外仓建设稳步推进。

八、风险分析

消费景气度下行；宏观经济环境不及预期；居民消费边际倾向下降；贸易战加剧

分析师介绍

报告贡献人

研究服务

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859