

商贸零售

2019年零售行业年度策略

-回归本质，焕发新生

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：18516129253

Email：pengyi@r.qizq.com.cn

相关报告

- 1 《新宝股份——渠道变革加速，优质供应链企业价值凸显》
- 2 《苏宁易购——家电零售形成宽阔护城河，全渠道多业态实现规模发展》
- 3 《永辉超市——生鲜龙头强者恒强，科技永辉加快布局新零售、打造平台化服务型企业》
- 4 《家家悦——山东省超龙头，供应链优势显现，步入加速扩张期》

投资要点

- 我们认为，2019年零售行业的关键词将是“回归”——电商搜索流量红利见顶后，企业对线下、社交、内容等流量入口的争夺非常激烈，新零售的商业模式不断迭代，但随着整体消费大环境下行，资本收紧，过去几年依靠烧钱换市场，推动估值提升，融资扩张的模式越来越难，企业自身的造血能力越来越关键，这需其不断巩固盈利的护城河，回归到优势较大的品类，并从体验和效率两个角度去探索最佳的零售模式，提供更好的产品、价格和服务，推动客流量的吸取、留存和转化，这才是零售企业未来一段时间保持业绩稳健增长、可持续发展的关键。
- 阿里系和腾京系对阵，电商布局线下零售成果如何？阿里是通过自己的方法论改造零售企业，处于改造的中心主导位置，体系内的成员未来或将会数据、资源共享。腾讯是基于自己现有的技术、流量资源等向零售企业进行输出和赋能，改造仍以零售商为主导，形成去中心化的联盟体系。线上对线下的改造从数字化升级消费场景开始，但最终还是要实现“人—货—场”三者联动。目前看来生鲜便利店业态更受欢迎，大卖场“仓店一体”，帮助电商平台快速渗透三四线城市。从目前的情况来看，因为时间周期还较短，很难言成功与否，但从近一年的财务表现来看，难言乐观，模式探索仍需要时间。
- 基于商品属性，探讨不同品类的最优零售模式。从品类属性出发，我们认为各品类线上线下融合发展是大势所趋，但侧重点各有不同：（1）家电：线下差异化产品/服务体验优，盈利能力强，全渠道经营优势下线下大型家电连锁的市场份额将进一步提升；（2）3C：标准化程度高，物流难度较低，未来电商销售或将成为主流；（3）生鲜：电商模式成本高、盈利难，长期看线下零售渠道仍将保持主导地位；（4）服装：电商渗透率逐年下降，线上低价标品、线下品质精品或是未来趋势；（5）快消：大卖场销售占比受到挤压，便利店和电商占比将逐年提升；（6）化妆品：线上渗透率仍将提升，线下单品牌店或将成为热点；（7）母婴：全渠道融合下线上标品销售为主，线下母婴连锁店将加速扩张；（8）家居家装：全链数字化改造是核心，重度体验需求下线下主导地位难以动摇。
- 回归零售本质，如何推动客流量的吸取、留存与转化？流量吸取：（1）线下流量入口扩展，重新成为市场焦点——小业态深入最后一公里，满足即时消费需求；县镇级零售资源的整合加速市场下沉；发力本地生活服务，打造泛零售生态圈；（2）巨头纷纷跟进拼购业务，挖掘社交流量红利，实现裂变式发展；（3）内容流量用户规模/粘性优势明显，沉浸式体验激发消费需求，推动内容流量变现。流量留存：从商品流、物流、资金流等方面持续优化C端体验，全方位提升用户粘性。流量转化：打通零售生态圈付费会员体系，筛选出消费意愿高，粘性强的头部活跃用户，会员价值通过商品和服务销售收入变现。
- 重点推荐公司：苏宁易购、新宝股份、永辉超市、家家悦、南极电商。
- 风险提示事件：（1）宏观经济增长放缓，居民消费疲软，板块高弹性下系统性风险较大；（2）新零售线上线下融合不畅，线上电商增长放缓，线下拓展不利，难以实现盈利，上市公司业绩不达预期；（3）上市公司管理层对转型战略未达成统一，公司经营效率下滑，未来发展前路不明。

内容目录

阿里系 vs 腾京系，电商布局线下零售成果如何？	- 6 -
阿里系：深耕供应链，优化升级“货”与“场”的连接	- 6 -
腾京系：腾讯引入社交流量，升级消费者端服务，京东负责供应链和物流改造	- 7 -
阿里系新零售进展：三江购物和高鑫零售	- 8 -
腾京系新零售进展：永辉超市和步步高	- 9 -
线上线下一体化的“新零售”发展核心思路：“人—货—场”的重构	- 11 -
基于商品属性，探讨不同品类的最优零售模式。	- 15 -
全渠道融合发展是必然趋势，不同品类侧重点存在一定差异	- 15 -
家电 3C：线下盈利能力强，全渠道经营优势是关键	- 16 -
生鲜：纯电商模式盈利较难，生鲜电商模式已初步跑通	- 18 -
服饰：电商渗透率接近天花板，线上标品化成为趋势	- 19 -
快消：母婴和彩妆护肤类线上发展迅猛，电商渠道的增长不侵蚀线下渠道	- 20 -
化妆品：线上渗透率持续提升，专营店与单品牌店并行发展	- 21 -
母婴：线上线下融合，连锁门店加速扩张	- 23 -
家居家装：低频次、长周期、重度线下体验，全链数字化改造是核心	- 24 -
回归零售本质，如何推动客流量的吸取、留存与转化？	- 25 -
电商为何寻求线下投资机会：GMV 增速不断收窄，线上流量红利见顶	- 25 -
线下流量入口扩展，重新成为市场焦点	- 26 -
挖掘社交流量红利，实现裂变式发展	- 28 -
沉浸式体验激发消费需求，推动内容流量变现	- 29 -
持续优化 C 端体验，全方位提升用户粘性	- 31 -
打通零售生态圈，推动会员价值变现	- 34 -
重点公司推荐	- 36 -
苏宁易购：家电零售形成宽阔护城河，全渠道多业态生态圈开启规模发展	- 36 -
新宝股份：西式小家电龙头，渠道变革加速，优质供应链企业价值凸显	- 36 -
永辉超市：生态体系渐成，云创出表后以更清晰的业务布局发力新零售	- 37 -
家家悦：生鲜供应链优势凸显，目前步入加速扩张期，业绩表现抢眼	- 38 -
南极电商：矩阵生态圈优势凸显，引领新快消品时代潮流	- 38 -
重点推荐公司盈利预测与估值	- 39 -
风险提示	- 39 -
风险提示事件	- 39 -

图表目录

图表 1：阿里系新零售版图	- 6 -
图表 2：腾京系新零售版图	- 7 -
图表 3：超市企业存货周转率比较	- 8 -
图表 4：三江购物营业收入（百万元）及营收 YOY	- 8 -
图表 5：三江购物归母净利润（百万元）及净利润 YOY	- 8 -

图表 6: 高鑫零售同店收入增速.....	- 9 -
图表 7: 高鑫零售主营业务收入 (百万元) 及营收 YOY.....	- 9 -
图表 8: 高鑫零售归母净利润 (百万元) 及净利润 YOY.....	- 9 -
图表 9: 永辉超市同店增速/营收增速.....	- 10 -
图表 10: 永辉超市营业收入 (百万元) 及营收 YOY.....	- 10 -
图表 11: 永辉超市归母净利润 (百万元) 及净利润 YOY.....	- 10 -
图表 12: 步步高超市可比店坪效提升.....	- 11 -
图表 13: 步步高营业收入 (百万元) 及营收 YOY.....	- 11 -
图表 14: 步步高归母净利润 (百万元) 及净利润 YOY.....	- 11 -
图表 15: 阿里巴巴定义的“新零售”三大特征.....	- 12 -
图表 16: 便利店行业规模 (亿元)	- 12 -
图表 17: 便利店门店数及日均销售额 (元/店)	- 12 -
图表 18: 永辉生活单店财务模型.....	- 13 -
图表 19: 高鑫零售门店分布.....	- 14 -
图表 20: 沃尔玛和京东打造大卖场线上线下场景融合案例.....	- 14 -
图表 21: 盒马鲜生单店财务模型.....	- 15 -
图表 22: 盒马去中心化、分布式供应链架构.....	- 15 -
图表 23: 不同品类的零售属性比较.....	- 16 -
图表 24: 限额以上企业家电 3C 零售增长放缓.....	- 16 -
图表 25: 线上渗透率快速提升	- 16 -
图表 26: 线下毛利率水平更高	- 17 -
图表 27: 苏宁线下同店收入回升.....	- 17 -
图表 28: 主要销售渠道优劣势比较.....	- 17 -
图表 29: 中国生鲜市场交易规模 (万亿元) 及增速.....	- 18 -
图表 30: 中国生鲜终端零售渠道占比.....	- 18 -
图表 31: 预估生鲜电商营业利润率为-3%左右.....	- 19 -
图表 32: 中国生鲜电商市场交易规模 (亿元) 及增速.....	- 19 -
图表 33: 限额以上服装零售增速小幅回升.....	- 19 -
图表 34: 线上渗透率接近天花板.....	- 19 -
图表 35: 主要销售渠道优劣势比较.....	- 20 -
图表 36: 快消品的电商渠道快速发展.....	- 20 -
图表 37: 快速消费品市场规模 (亿元) 及增速.....	- 21 -
图表 38: 快速消费品销售渠道占比.....	- 21 -
图表 39: 快速消费品网络渗透率 (按区域划分)	- 21 -
图表 40: 快消品的电商渠道快速发展.....	- 21 -

图表 41: 限额以上化妆品零售增速回落.....	- 22 -
图表 42: 线上渗透率稳步提升.....	- 22 -
图表 43: 主要销售渠道优劣势比较.....	- 22 -
图表 44: 母婴市场保持稳健增长.....	- 23 -
图表 45: 线上渗透率持续提升.....	- 23 -
图表 46: 线上线下渠道融合是未来趋势.....	- 24 -
图表 47: 母婴连锁加速布局.....	- 24 -
图表 48: 中国家具零售行业规模(亿元)及增速.....	- 24 -
图表 49: 家具行业品牌商集中度较低.....	- 24 -
图表 50: 家居装饰及家居行业全产业链构成.....	- 25 -
图表 51: 居然设计家平台上采用 3DVR 技术的模型库.....	- 25 -
图表 52: 线上获客成本持续走高.....	- 26 -
图表 53: 社会消费品零售总额及实物商品线上零售额占比.....	- 26 -
图表 54: 小业态模式对比.....	- 26 -
图表 55: 零售巨头加速低线市场布局.....	- 27 -
图表 56: 苏宁零售云全方位赋能传统夫妻老婆店.....	- 27 -
图表 57: 本地生活服务市场规模快速增长.....	- 27 -
图表 58: 美团外卖扩大市占率领先优势.....	- 27 -
图表 59: 微信流量和阿里系电商流量存在 4 亿缺口.....	- 28 -
图表 60: 拼多多活跃买家数快速增长.....	- 28 -
图表 61: 拼多多覆盖更多低线市场用户.....	- 28 -
图表 62: 强社交关系背书下消费意愿更强.....	- 28 -
图表 63: 零售巨头纷纷跟进拼购业务.....	- 29 -
图表 64: 视频、新闻资讯等领域用户流量领先.....	- 30 -
图表 65: 内容流量的启动次数和使用时长优势明显.....	- 30 -
图表 66: 抖音成功的电商引流案例.....	- 30 -
图表 67: 视频逐渐成为电商流量展示的主要窗口.....	- 30 -
图表 68: 打造自有品牌, 满足用户品质需求.....	- 31 -
图表 69: 全国性物流网络基本铺设完成.....	- 32 -
图表 70: 物流服务覆盖全国所有市区县.....	- 32 -
图表 71: 零售巨头智能物流建设情况比较.....	- 32 -
图表 72: 蜂鸟配送市占率稳健提升(以订单量计).....	- 33 -
图表 73: 即时配送物流实力比较(*代表截至 2017.12 的数据).....	- 33 -
图表 74: 移动支付的快速发展为零售交易提供便利.....	- 34 -
图表 75: 支付宝占据半壁江山.....	- 34 -

图表 76: 消费信贷重要性日益显著.....	- 34 -
图表 77: 消费/供应链金融服务打通零售资金流.....	- 34 -
图表 78: Prime 会员收入保持中高速增长.....	- 35 -
图表 79: Prime 会员消费意愿更强.....	- 35 -
图表 80: 主要电商平台付费会员权益对比.....	- 35 -
图表 81: 重点推荐公司盈利预测与估值 (截至 2018.12.28 收盘)	- 39 -

阿里系 vs 腾京系，电商布局线下零售成果如何？

阿里系：深耕供应链，优化升级“货”与“场”的链接

- 阿里是通过自己的方法论改造零售企业，处于改造的中心主导位置，体系内的成员未来或将会数据、资源共享。阿里以自身方法论在不同领域、不同业态探索“双线融合”模式的“新零售”，目前的线下试验田有（1）主打百货和购物中心业态的银泰商业（2）以超市、大卖场业态为主的三江购物、联华超市、新华都和高鑫零售（3）集团孵化的以互联网基因重构供应链。主打“生鲜+餐饮+线上”模式的盒马鲜生；同时，入股苏宁易购、居然之家，分别探索家电 3C 品类、家居品类的新零售商业模式。
- 以较高的持股比例以及团队的参与方式来判断，阿里在其入股企业的新零售改造中占据主导权：譬如三江购物的联营、淘鲜达的试点、高鑫零售的合作项目都有盒马团队的参与；中央商场、开元商业融入阿里系则是基于银泰。
- 未来阿里系内的零售商有可能会进一步进行数据、资源等共享并由阿里进行统筹管理，形成一个以阿里为中心的体系。

图表 1：阿里系新零售版图

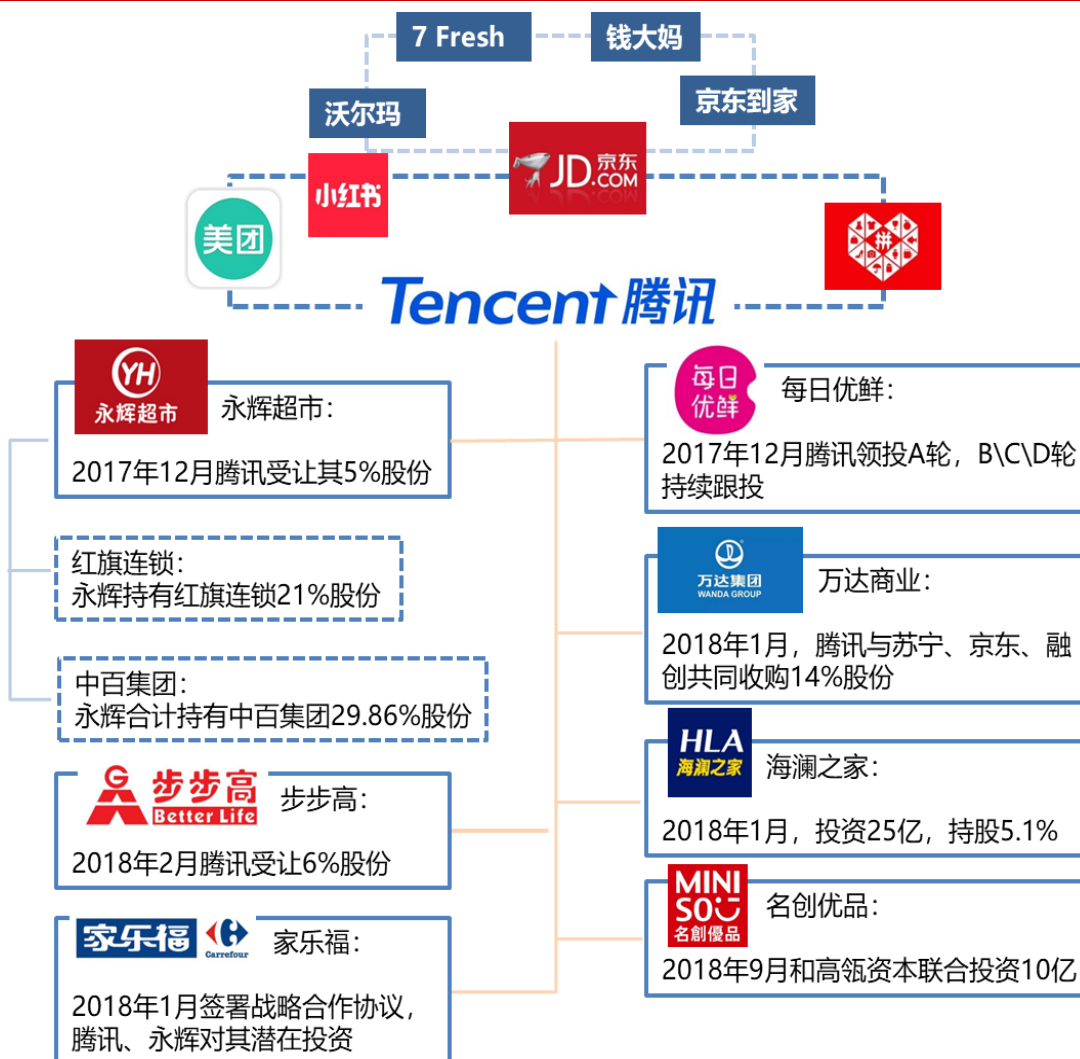


来源：公司公告 中泰证券研究所

腾京系：腾讯引入社交流量，升级消费者端服务，京东负责供应链和物流改造

- 腾讯是基于自己现有的技术、流量资源等向零售企业进行输出和赋能，改造仍以零售商为主导，形成去中心化的联盟体系。腾讯在阿里新零售概念提出大约一年后提出了自己针对零售商的“智慧零售”解决方案，其核心是（1）输出大数据、云、人工智能等技术改造门店、升级供应链（2）基于小程序+微信支付的运营会员体系（3）打通线上线下多场景消费，线上输出社交流量，线下流量引入线上，形成消费闭环。
- 目前腾讯入股的线下零售主要集中在超市领域：受让 5%永辉超市的股份，同时间接持有了永辉入股商超红旗连锁和中百集团，此外还与家乐福达成战略合作意向。
- 可以看到在腾讯的新零售体系构想中，腾讯扮演了资源和技术输出者的角色，基于零售商的需求升级消费端的服务，而供应链和物流的改造则交予京东。腾讯的零售体系未来应该是一个弱连接弱边界、去中心化的联盟体系。

图表 2：腾京系新零售版图

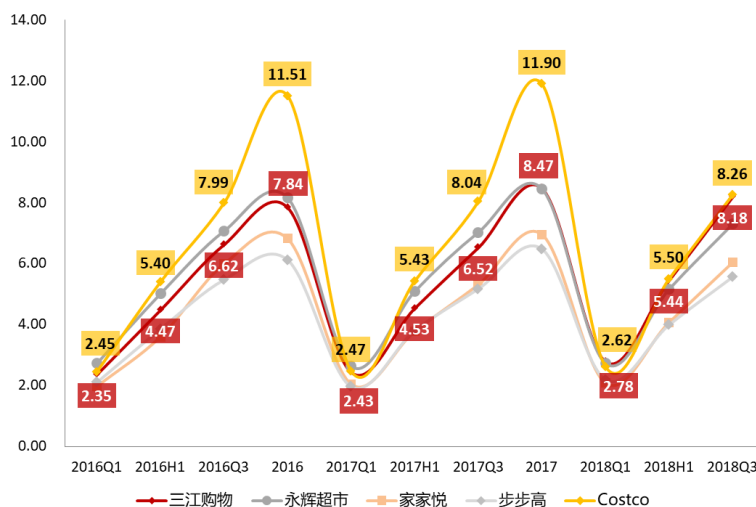


来源：公司公告 中泰证券研究所

阿里系新零售进展：三江购物和高鑫零售

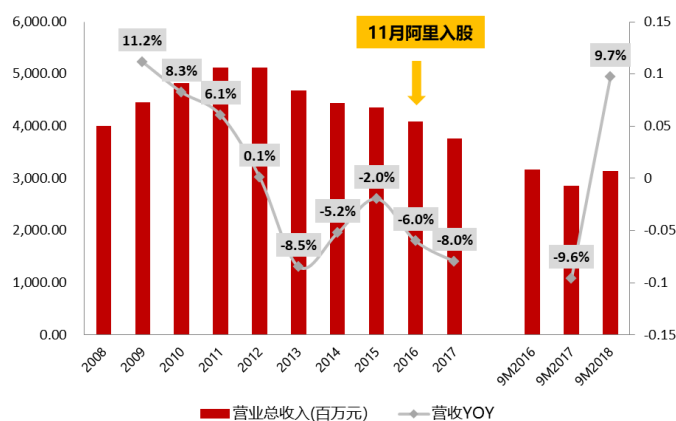
- **三江购物：收入和利润端 2017 年表现平平，2018 年收入端略有好转，存货周转率提升较为显著。** 受益于阿里大数据选品精简 SKU 以及生鲜销售占比的提高，三江购物存货周转率显著提高。但总体来说，公司新零售改造进展较为缓慢，我们推测的原因主要有：（1）受制于门店面积较小、设施陈旧，改造难度较大；（2）传统零售严控费用的经营思路和互联网“先烧钱后收益”的思路或有冲突。

图表 3：超市企业存货周转率比较



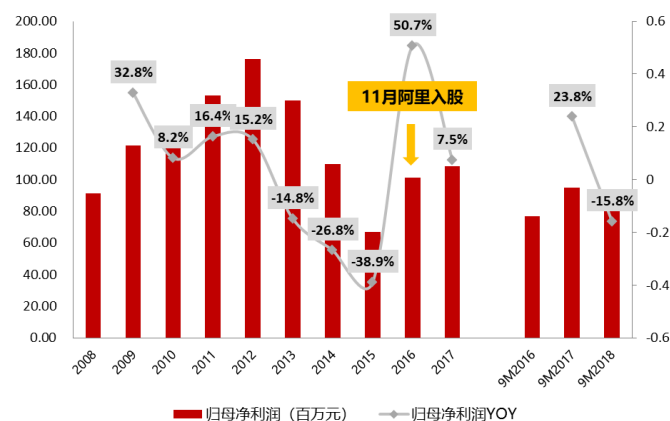
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 4：三江购物营业收入（百万元）及营收 YOY



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 5：三江购物归母净利润（百万元）及净利润 YOY



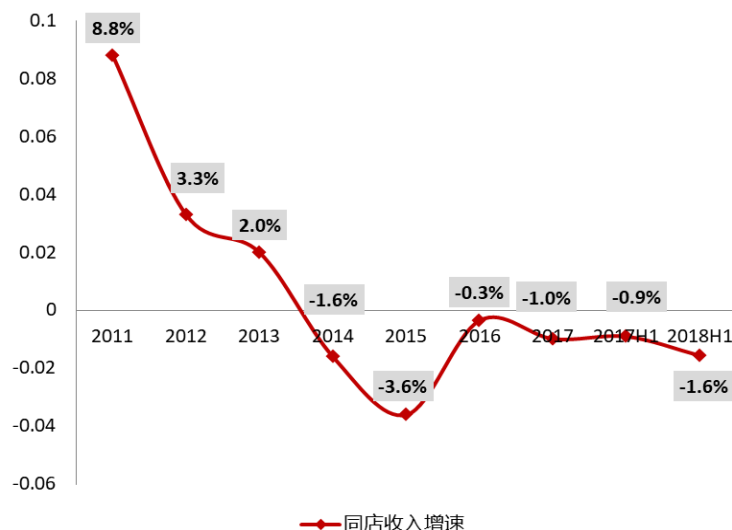
来源：公司公告 中泰证券研究所

- **高鑫零售：业绩表现稳健，与阿里合作红利预计 2019 年得到释放。** 公司利润端在 2011-2015 年期间逐年下滑，主要原因是公司对自营电商平台“烧钱”式的投入以及员工成本的提高。而收入端的下滑主要由于同店收入的负增长：同店下滑主要由于家电商品销售表现衰退，但预计将

随着公司与苏宁的合作深入得到改善。

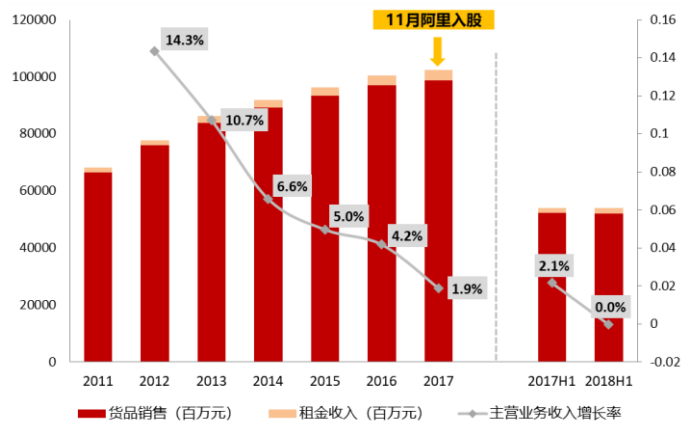
- 集团以「欧尚」及「大润发」两大品牌经营大卖场业务，是国内规模最大的超市企业，外界对于阿里和高鑫零售的联手普遍期待极高。目前合作的领域主要在（1）门店数字化改造同时上线“淘鲜达”（2）和苏宁合作“苏宁大润发店”，优化家电 3C 品类销售（3）与盒马鲜生合开“盒小马”，主打三四线城市。进展顺利，合作红利预计 2019 年释放。

图表 6: 高鑫零售同店收入增速



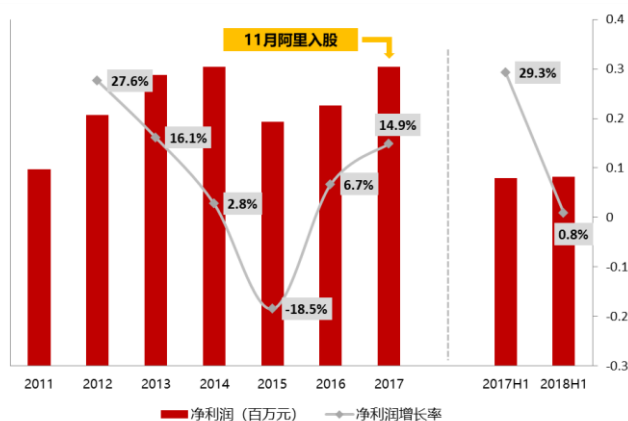
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 高鑫零售主营业务收入(百万元)及营收 YOY



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 高鑫零售归母净利润(百万元)及净利润 YOY



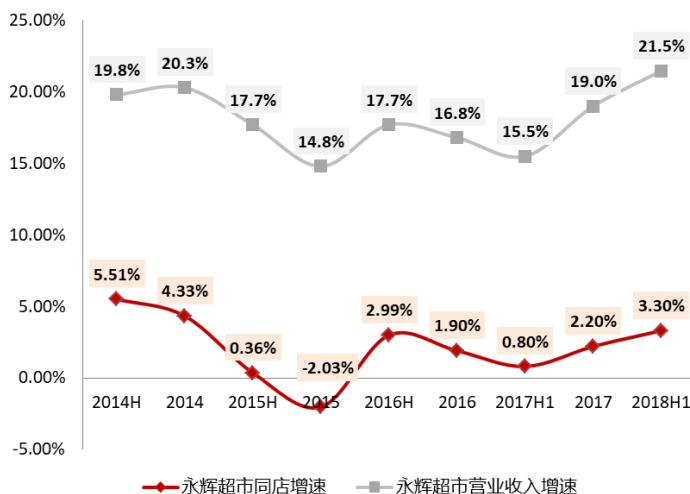
来源：公司公告 中泰证券研究所

腾京系新零售进展：永辉超市和步步高

- 永辉超市：生态体系渐成，拓宽护城河。云创出表后利润端压力减小，以更加清晰的业务布局发力“新零售”。受制于门店快速扩张以及新业态培育期较长，云创短期内亏损拖累整体利润端，股权结构调整后出表独立运营。

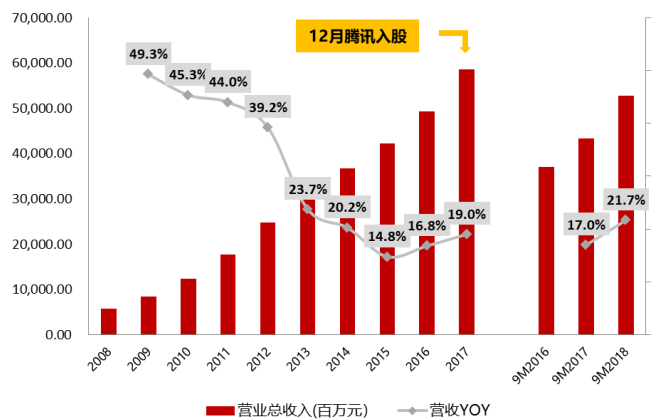
- 从开店两年期以上门店的同店增速来看，传统云超业务保持了良好的发展势头。未来云超一、二集群合并，以更强合力发展核心商超业务，同时“新零售”业务也将在云超全面展开：试点 mini 店深入社区；推动永辉生活 APP 的开发；“卫星仓”、“店仓合一”等模式推动到家业务发展。预计 2019 年下半年初见成效。长期来看：永辉在门店网络、双线融合、供应链等方面不断拓宽护城河，市场份额有望不断提升。

图表 9: 永辉超市同店增速/营收增速



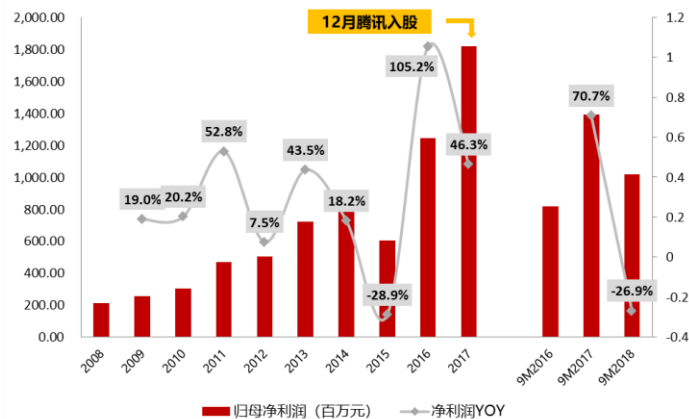
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 10: 永辉超市营业收入 (百万元) 及营收 YOY



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 11: 永辉超市归母净利润 (百万元) 及净利润 YOY

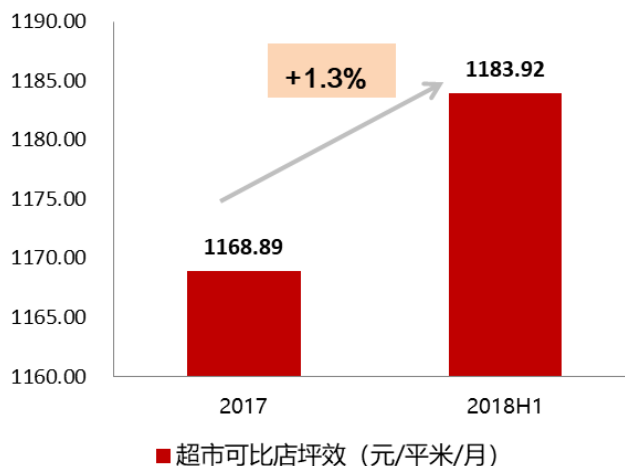


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **步步高**：推出三代卖场，引入鲜食演义，坪效、毛利提升显著。2018 前三季度公司收入同比增长 9%，净利润增长 7%，主要来自新店及智慧零售带来的增量。公司 2017 年推出第三代卖场，引入鲜食演义，客流、客单价、销售收入、坪效、毛利率均有效提升。
- 年初腾讯入股后，公司的“新零售”进展稳步进行：(1) 打通会员、上线微信小程序：至 2018H1 步步高会员人数逾 1285 万，小程序活跃超过 3000 万人次，共 16 家超市上线京东到家 (2) 落地与腾讯合作的智慧零售旗舰店 (3) 与京东供应链共享以及合作打造智慧供应链 (包括智

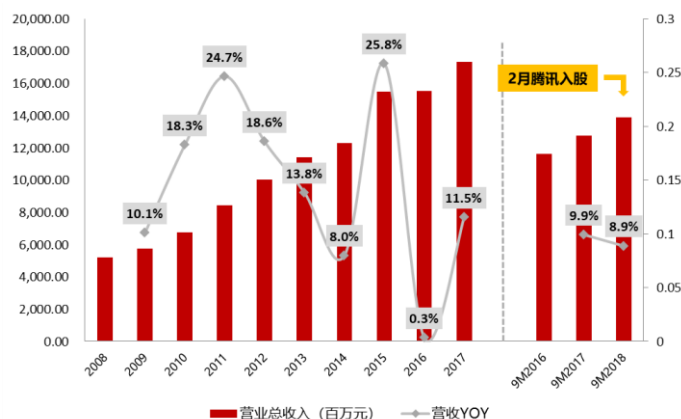
能选品、补货和定价), 提效供应链, 降低采购成本。

图表 12: 步步高超市可比店坪效提升



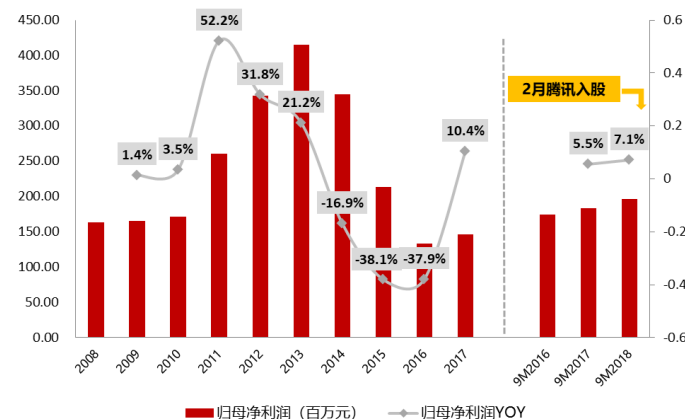
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 13: 步步高营业收入 (百万元) 及营收 YOY



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 14: 步步高归母净利润 (百万元) 及净利润 YOY



来源: 公司公告 中泰证券研究所

线上线下一体化的“新零售”发展核心思路: “人—货—场”的重构

- 线上对线下的改造从数字化升级消费场景开始, 但最终还是要实现“人—货—场”三者联动。回顾过去一年电商和对超市企业的赋能以及“新零售”发展的得失, 我们可以得到结论: 大数据驱动、信息化和数字化是传统零售最薄弱的环节, 数字化是转型的必经之路, 但是如果不能回归零售业的本质: 顾客、商品和体验, 数字化也是无效的。
- “新零售”在 2016 年被提出的时候, 这个概念只是一个分界线, 未来如何定义“新零售”需要用更多的时间去探索和验证。在超市领域, 以“永辉生活”为代表的“生鲜便利店”模式、以大润发和沃尔玛为代表的“仓店一体”模式和盒马为代表的“互联网思维+双线融合”的生鲜+餐饮模式, 目前来看是初见成效的行业标杆。

图表 15: 阿里巴巴定义的“新零售”三大特征

1.以心为本

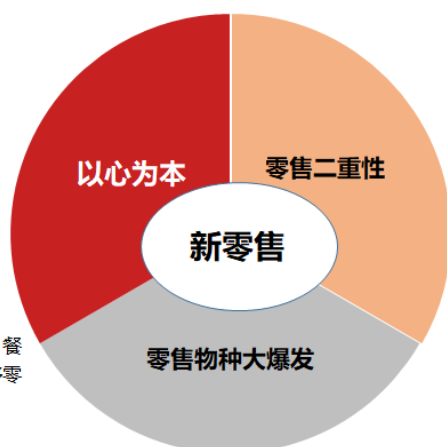
- 数字技术创造力千变万化,无限逼近消费者内心需求,最终实现“以消费者体验为中心”
- 围绕消费者需求,重构人货场

2.零售二重性

- 任何零售主体、任何消费者、任何商品既是物理的,也是数字化的,开启二维思考下的零售新时代
- 基于数理逻辑,企业内部与企业间流通损耗最终可达到无限逼近于“零”的理想状态,最终实现价值链重塑

3.零售物种大爆发

- 借助数字技术,物流业,大文化娱乐业,餐饮业等多元业态均延伸出零售形态,更多零售物种即将孵化产生
- 自然人零售,“人人”零售



来源: 阿里研究院 中泰证券研究所

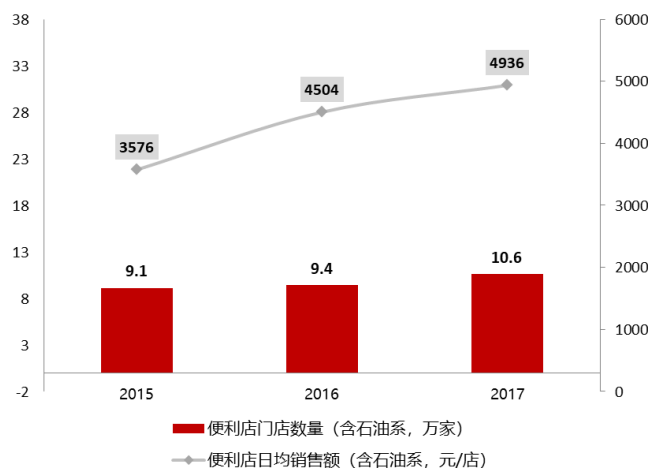
- **生鲜便利店业态更受欢迎。**在消费者越来越追求便利的诉求之下,2017年便利店销售额增速超20%,门店数量以13%的速度扩张,且在店铺快速扩张之时,单店日均销售额依旧能保持10%左右的增速。
- 而在便利店中,永辉生活又以高生鲜占比(约50%)与传统的日式便利店模式形成了差异化竞争,单店坪效可达到6-7万元/平米/年。同时永辉生活的业态设计基于线上线下一体化,除了永辉生活APP以及其微信小程序,门店还上线了京东到家。便利店密集的布局能满足更高效的配送效率,且生鲜是高频购买品类,能很好的将线下消费引流到线上,最终实现消费闭环。

图表 16: 便利店行业规模 (亿元)



来源: 中国连锁经营协会 《中国便利店发展报告》 中泰证券研究所

图表 17: 便利店门店数及日均销售额 (元/店)



来源: 中国连锁经营协会 《中国便利店发展报告》 中泰证券研究所

图表 18: 永辉生活单店财务模型

永辉生活单店财务模型 (测算)	
单店面积 (平米)	180-190
SKU	1200-2000
坪效 (万元/平米/年)	7
员工人数	6~7
平均薪酬(元/人/月)	5000-8000
门店租金 (万元/月)	9
月水电费 (万元/月)	0.5-1.6
固定资产投入 (万元)	60
折旧费用 (万/月)	1
其他费用(万元/月)	0.7-0.8
日均销售额 (万元)	3~5
线上销售占比	60%-70%
日订单总数	1000-1500
日均到店人数	1000-1200
线上订单总数	100-300
线上客单价	50-60 元
线下客单价	30-40 元
毛利率	10%-40%
总销售额 (万元/月)	105
总毛利额 (万元/月)	21
总费用 (万元/月)	16.2
营业利润总额(万元/月)	4.8

来源: 草根调研 中泰证券研究所

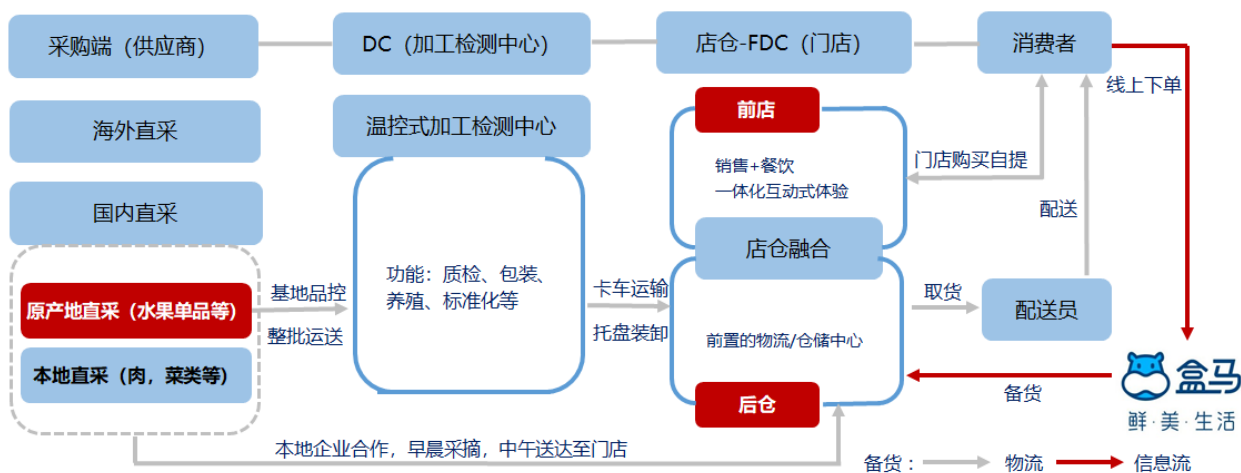
- 大卖场“仓店一体”，帮助电商平台快速渗透三四线城市。**近年来受电商发展的冲击，大卖场经营持续低迷。京东到家为沃尔玛提供的门店线上化升级的全套解决方案给大卖场重新焕发生机提供了新的思路：(1) 店内增设全品类数字化拣货区，全过程数字化管理，大大缩短了拣货路径，提高了配送效率。(2) 联合构建仓配一体化的“云仓”，开设在大卖场门店未能覆盖的区域，由门店直接供货补货，京东到家则为云仓附近 3 公里的消费者提供 1 小时送达服务。
- “阿里系”的高鑫零售具备完善的自建供应链、拥有丰富的线下门店资源，尤其是在三四线城市的渗透率非常高，有效弥补了盒马鲜生目前在低线城市门店和供应链资源的不足。**投资高鑫零售使得阿里可以快速有效地输出自己的线上资源，快速往淘宝、天猫平台引流。

图表 21: 盒马鲜生单店财务模型

单店面积	3,000-4,500平方米
成熟店日销售额	80万元+
成熟店坪效	5万元+/平米/年
毛利率	20%
员工费用	2,700-3,200万/年
租金及水电费用	700-900万/年
成熟店线上订单占比	60%+
线上商品转化率	35%
会员复购率	4.5次/月
线上客单价	75元
线下客单价	113元
日订单量	10,000单

来源: 草根调研 中泰证券研究所

图表 22: 盒马去中心化、分布式供应链架构



来源: 亿欧网 中泰证券研究所

基于商品属性，探讨不同品类的最优零售模式。

全渠道融合发展是必然趋势，不同品类侧重点存在一定差异

- 从品类属性出发，我们认为各品类线上线下融合发展是大势所趋，但侧重点各有不同：(1) 家电：线下差异化产品/服务体验优，盈利能力强，全渠道经营优势下线下大型家电连锁的市场份额将进一步提升；(2) 3C：标准化程度高，物流难度较低，未来电商销售将成为主导；(3) 生鲜：电商模式成本高、盈利难，长期内线下零售渠道仍将保持主导地位；(4) 服装：电商渗透率见顶，线上低价标品、线下品质精品是未来趋势；(5) 快消：大卖场销售占比受到挤压，便利店和电商占比将逐年提升；(6) 化妆品：线上渗透率仍将提升，线下单品牌店或将成为热点；(7) 母婴：全渠道融合下线上标品销售为主，线下母婴连锁店将加速扩张；(8) 家居家装：全链数字化改造是核心，重度体验需求下线下主导地位难以动

摇。

图表 23: 不同品类的零售属性比较

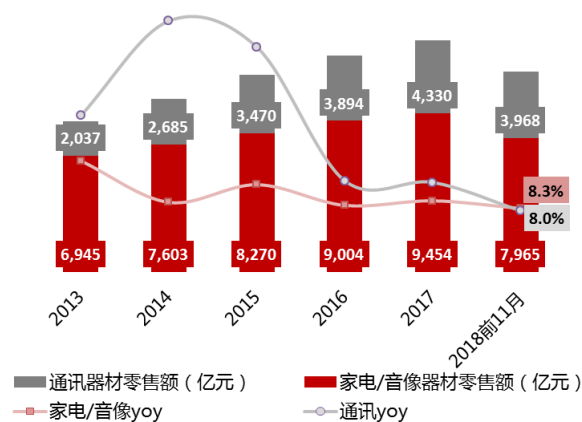
	家电	3C	生鲜	服装	快消	化妆品	母婴	家居家装
标准化程度	中	高	低	中	高	中	中	低
物流难易度	高	中	高	低	中	低	低	高
价格敏感性	中	低	高	高	高	低	低	中
市场集中度	高	高	低	低	低	中	高	中
品牌忠诚度	高	高	低	低	低	高	高	中

来源: 中泰证券研究所

家电 3C: 线下盈利能力强, 全渠道经营优势是关键

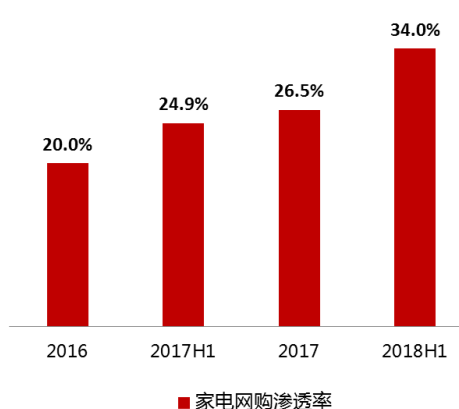
- 家电 3C 消费放缓, 低价吸引下线上渗透率持续攀升。实体经济波动下 2018 年房产交易走弱, 限额以上企业家电 3C 零售因此受到一定冲击, 增长小幅放缓。从品类属性来看, 3C 产品标准化程度和客单价较高, SKU 较少, 占用库存体积小, 且高频商品本身具有较强的引流能力, 在线上销售更具备经济性; 另一方面, 以基础功能为主的中低端家电产品同质化竞争激烈, 低价成为引流关键, 在线上销售可省去中间渠道环节、节省门店运营成本, 为商品降价促销提供坚实基础。低成本结构下, 线上商家持续抢占线下零售商市场份额, 家电网购渗透率快速提升。

图表 24: 限额以上企业家电 3C 零售增长放缓



来源: 国家统计局 中泰证券研究所

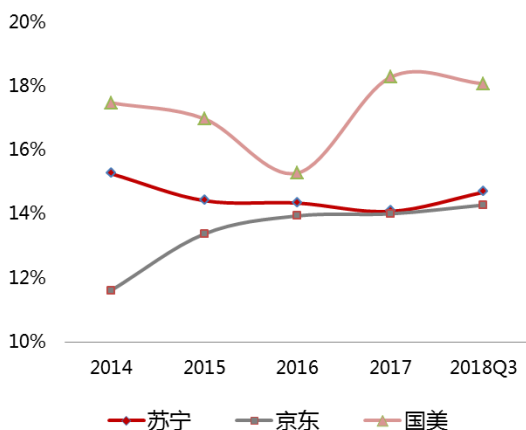
图表 25: 线上渗透率快速提升



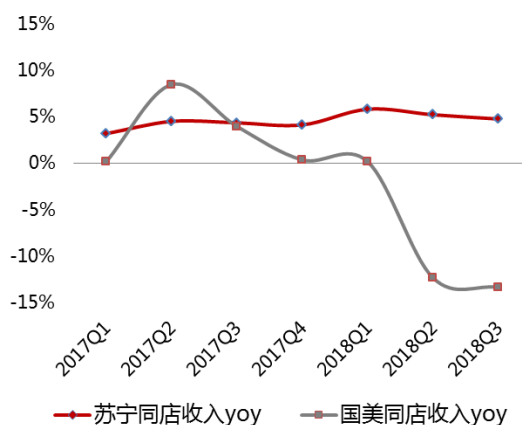
来源: 赛迪研究院 中泰证券研究所

- 线下盈利回升, 差异化产品销售有效提升毛利率。人均可支配收入持续提高的背景下, 消费升级理念逐渐导入家电消费, 个性化定制需求增加

直接推动了家电产品的更新换代。线下门店加大布局差异化、高端化的家电产品，产品售价远高于线上，可有效提升产品销售毛利率水平。而高端家电品牌和 SKU 更加丰富，线下通过门店样机陈列、专业销售指导等方式，用户体验更优，有利于精准把握消费者需求，催化购买行为。苏宁线下门店经过互联网赋能升级后，盈利能力明显回升，同店收入保持稳定正增长。国美正处于转型阵痛期，关闭大量门店进行“家生活”改造升级，改革完成后同店收入有望恢复良性增长。

图表 26: 线下毛利率水平更高


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 27: 苏宁线下同店收入回升


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **供应链能力和全渠道经营优势是成功的关键。**目前一二级市场家电 3C 销售渠道以专业连锁店和电商为主，低线市场仍依赖于大量个体户专卖店。在销售渠道日益多元化背景下，未来家电 3C 零售将从单一的产品售卖模式转变为“产品销售+整体方案设计+配套服务”的模式，一次性解决用户需求、提升消费体验，从而积累渠道品牌和用户资产。以标准化平台和强大的供应链作为支撑，推进终端渠道专业化、个性化、精细化服务将成为主流。
- 大型专业连锁店线下门店和线上电商渠道同步拓展，同时将专业、优质的供应链管理输出给商超卖场渠道、赋能低线城市专卖店，有利于建立起全渠道经营优势，市场份额有望得到进一步提升。

图表 28: 主要销售渠道优劣势比较

	专业连锁店	品牌商直销	商超大卖场	低线专卖店	电商
代表企业	苏宁、国美	海尔、TCL	大润发	城镇个体户	京东、苏宁
优势	<ul style="list-style-type: none"> 商品丰富 专业化程度高 供应链能力强 	<ul style="list-style-type: none"> 省去中间环节，渠道效率高 售后服务保障 国家政策扶持 	<ul style="list-style-type: none"> 陈列成本低 一站式购物，品类互补引流 	<ul style="list-style-type: none"> 销售灵活 人情关系背书下，营销能力强 	<ul style="list-style-type: none"> 标准化程度高 占用供应商货款的能力强 物流效率高
劣势	其他渠道供应链能力加强的冲击下，门店扩张步伐放缓	<ul style="list-style-type: none"> 区域局限性强 资金压力大 渠道建设成本高 渠道冲突难协调 	<ul style="list-style-type: none"> 品牌形象差 服务体系不完善 库存占用资金多 周转速度慢 	<ul style="list-style-type: none"> 市场开发能力弱 缺乏专业知识 数字化程度低 库存压力大 	<ul style="list-style-type: none"> 毛利率较低 三四线市场和欠发达地区渗透率依然很低

来源：联商网等 中泰证券研究所

生鲜：纯电商模式盈利较难，生鲜电商模式已初步跑通

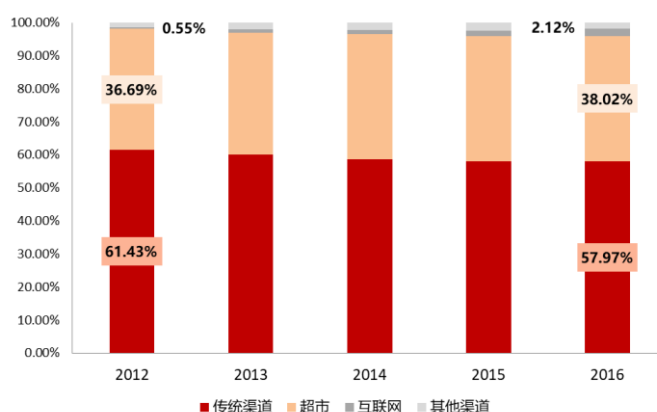
- **生鲜超市模式走通，渠道占比稳健提升。**2017 年我国生鲜市场交易规模达 1.79 万亿，同比增长 6.9%，预计 2018 年生鲜市场交易规模将继续增长至 1.91 万亿。其中，2017 年生鲜超市行业的交易规模达到约 1.46 万亿，同比增速 12.3%。从生鲜的零售终端来看，我国主要分为农贸市场（即菜市场）、生鲜超市、个体商户（路边摊）、生鲜电商、便利店等渠道。数据显示，我国生鲜传统销售渠道（农贸市场、路边摊等）占比由 2012 年的 61.43% 下降至 2016 年的 57.97%，但仍为消费者购买生鲜的主要渠道；超市渠道占比稳健提升；电商渠道由 2012 年的 0.55% 上升至 2016 年的 2.12%，近两年发展迅猛，但占比仍然较低。
- 随着“农超对接”不断发展，超市向上游供应链延伸的模式逐渐走通，超市企业纷纷加速布局生鲜品类。京客隆、物美、首航等曾以联营模式将生鲜经营外包的各超市均开始收回经营权。超市生鲜的鲜活度、价格与农贸市场的差距逐渐缩小，在仓储物流体系的支撑下甚至超越农贸市场。加之食品安全、购物环境等多重优势下，居民进超市买生鲜的消费习惯逐渐成型巩固。生鲜超市渠道占比呈逐年上升态势。

图表 29：中国生鲜市场交易规模（万亿元）及增速



来源：易观 中泰证券研究所

图表 30：中国生鲜终端零售渠道占比



来源：中国产业信息网 中泰证券研究所

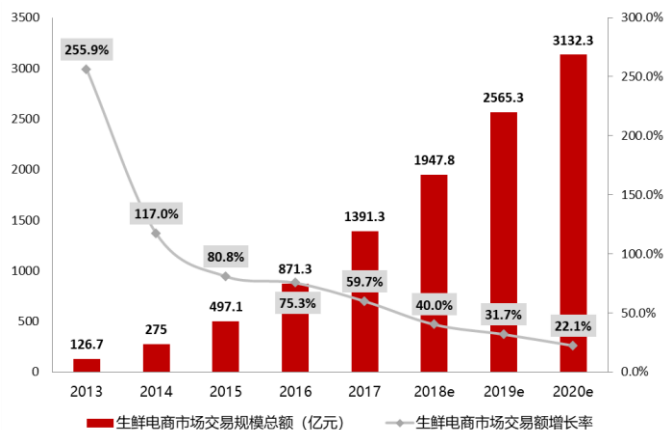
- **中国生鲜电商发展迅猛，保持年均 50% 以上的高增长，但发展障碍重重，目前仍处于亏损中。**2016-2017 年市场洗牌期间大量中小型生鲜电商倒闭或被收购，同时阿里京东腾讯巨头入局，不断加码供应链及物流等基础建设投资，数字化运营给线下赋能，新业态不断培育迭代，生鲜市场蓬勃发展。2017 年生鲜电商市场交易规模 1391.3 亿元，同比增长 59.7%。然而，受制于农产品附加值低、线上渠道缺乏直观体验、冷链物流缺失形成的高昂配送成本等因素，目前生鲜电商盈利能力仍较弱，盈利模式也尚未走通，大多数生鲜电商仍处于持续亏损中。根据我们预估，生鲜电商的整体营业利润约-3%，加上其他的引流成本，盈利压力较大。

图表 31: 预估生鲜电商营业利润率为-3%左右

项目	数据
生鲜毛利率	14%
客单价	60-70 元
配送成本	6-7 元
配送费率	10%
销售费率	4-5%
营业利润率	-3%

来源: 草根调研 中泰证券研究所

图表 32: 中国生鲜电商市场交易规模(亿元)及增速

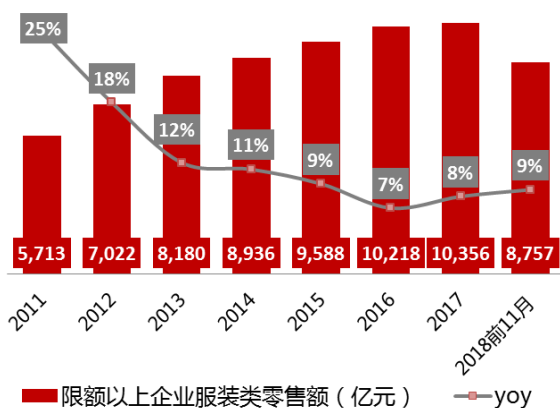


来源: 智研咨询 中泰证券研究所

服饰: 电商渗透率接近天花板, 线上标品化成为趋势

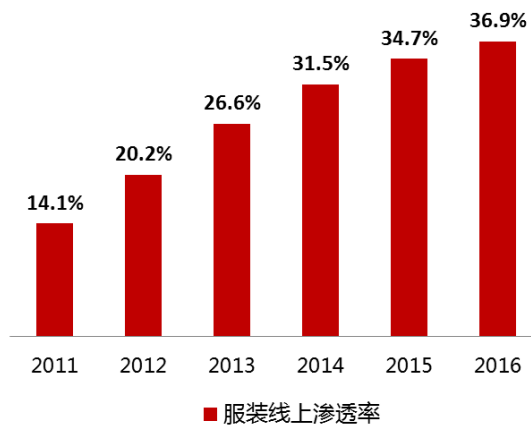
- **服装零售稳中有升, 线上渗透率见顶。**消费升级主导下教育、医疗等领域支出意愿增强, 服装类支出占比下滑, 自 2011 年来限额以上服装零售增速持续下滑, 近三年在消费频次提高、销售渠道拓宽等影响下, 服装零售增速稳中有升。
- **早期电商服装对产品质量的要求不高, 商家入驻门槛低, 且服装品类普遍具有产品生命周期短、更新迭代快, 差异化小, 以及品牌忠诚度低的特点, 成为最早享受电商红利的品类。**线上服装销售砍掉多余的渠道加价环节, 铺陈成本低, 价格优势显著, 在经历淘品牌崛起和线下传统品牌纷纷触电后, 服装品类线上渗透率快速提升至近 40%, 电商渠道渗透率已接近天花板。

图表 33: 限额以上服装零售增速小幅回升



来源: 国家统计局 中泰证券研究所

图表 34: 线上渗透率接近天花板



来源: 中国产业信息网 中泰证券研究所

- **线上高频标品、线下品质精品或将成为大势所趋。**由于场景限制, 线上服装消费频繁出现尺码、款式、质量与预期不符的情况, 消费者体验较差。标准化程度较高的内衣、袜子、家居服等高频消费品更加适合在线

上销售，将进一步蚕食该品类在商超卖场等线下渠道的市场份额。对于品牌商而言，“触电”更多是出于销售渠道拓展和库存清理的考虑，近年来淘品牌增长遭遇瓶颈，线下仍然是建立品牌形象、扩大品牌影响力的关键。品牌商将继续以品牌专卖店、百货、购物中心等渠道进行市场下沉，品牌、品质商品、导购/售后服务将成为线下服装关注的焦点。

图表 35: 主要销售渠道优劣势比较

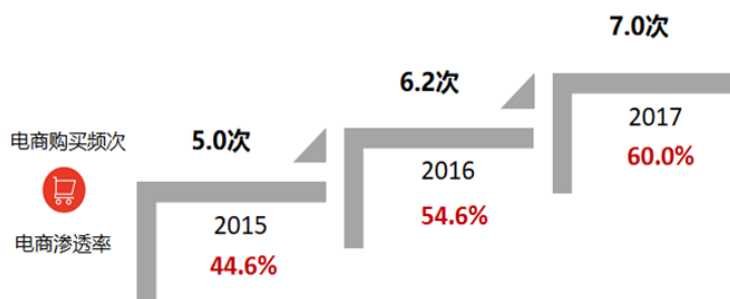
	百货	品牌专卖店	商超大卖场	电商
代表企业	王府井	森马、以纯	家乐福	天猫、唯品会
优势	<ul style="list-style-type: none"> 中高端服装为主，可有效提升品牌形象 专业导购人员及售后服务保障 购物体验感较强 	<ul style="list-style-type: none"> 有效提升品牌影响力 产品线齐全，SKU多 直接与目标消费者接触，渠道信息通畅 	<ul style="list-style-type: none"> 商品标准化程度高 价格优势明显，低价会吸引部分新顾客 客流量大 	<ul style="list-style-type: none"> SKU齐全 人工/租金成本低，无中间商加价 突破地域和时空限制，有利于清库存
劣势	<ul style="list-style-type: none"> 产品售价高、促销活动较少 品牌销售等相关成本较高，资金回流慢 百货人流量明显减少 	<ul style="list-style-type: none"> 对品牌的要求较高 前期资本投入大，门店运营成本高 	<ul style="list-style-type: none"> 商品种类少 导购/售后服务差 中低端服装为主，难以提升品牌形象 	<ul style="list-style-type: none"> 同质化竞争激烈 毛利率较低 产品质量参差不齐 缺乏试穿体验 退货率较高

来源：联商网等 中泰证券研究所

快消：母婴和彩妆护肤类线上发展迅猛，电商渠道的增长不侵蚀线下渠道

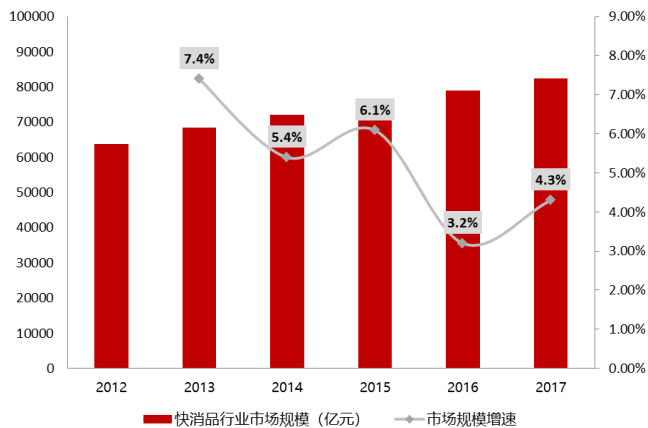
- 大卖场销售额占比受到挤压，便利店和电商占比逐年提升，线下销售目前依然是主力阵地。在快消品行业，超市仍然是销售地主要渠道（2016年占比达39.5%），大卖场的销售占比逐年收缩，但2016年整体依旧贡献了21%的销售额；小而美的便利店受到青睐，渠道销售额占比逐年提升，2016年贡献了4.4%的销售额。线上销售呈双位数增长，线下销售增速面临挑战；但线下销售占整体的72%，依旧是主力阵地。
- 持续扩大的消费群体和快速增长的购买频次推动了电商渠道的快速发展，据凯度消费数据统计：2017年快消品类电商新增570万户购买者，74%的增长来源于有机增长，并不依赖于对线下渠道的侵蚀。

图表 36: 快消品的电商渠道快速发展



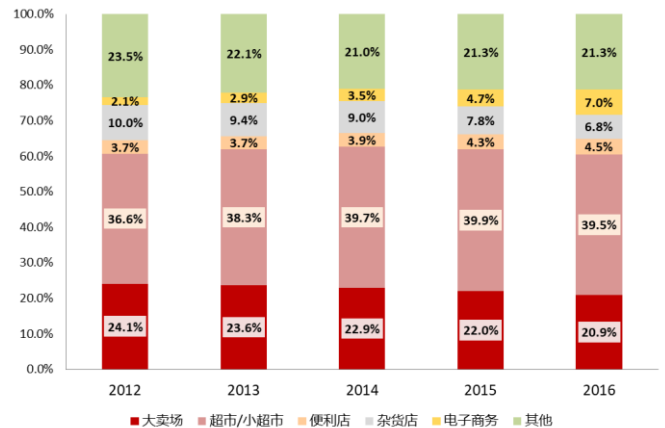
来源：凯度咨询 中泰证券研究所

图表 37: 快速消费品市场规模 (亿元) 及增速



来源: 智研咨询 中泰证券研究所

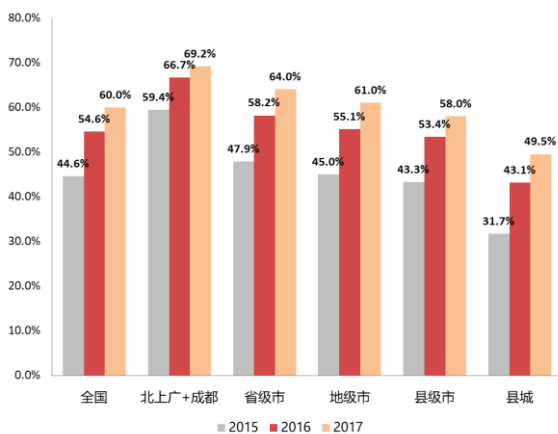
图表 38: 快速消费品销售渠道占比



来源: CBNDATA*口碑 中泰证券研究所

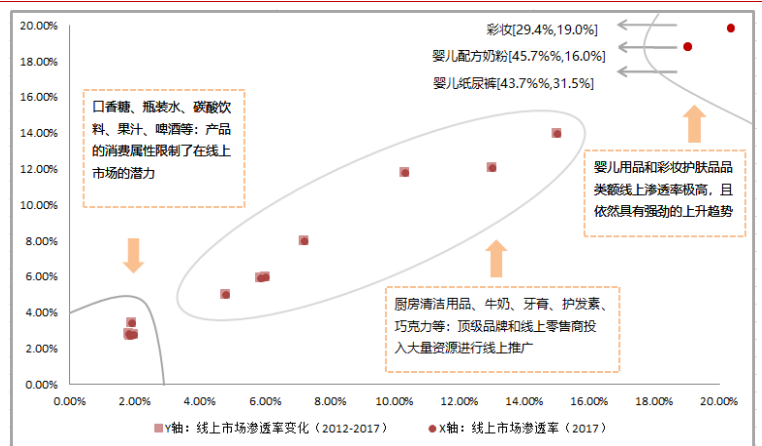
- 三四线城市快消品线上渗透率快速提升，母婴和彩妆护肤品类目前线上渗透率最高。2017 年全国快消品销售的线上渗透率已经达到 60%，尽管一线城市的线上渗透率高于三四线城市，但近几年三四线城市（包括县城）的线上渗透率增速更快。
- 分品类来看：口香糖、瓶装水、啤酒和饮料等品类，受制于其产品本身的特性，线上渗透率较低（低于 2%）且潜力不大；厨房清洁用品、牛奶、牙膏、护发素等品类线上渗透率约在 5%-15%之间，是顶级品牌商和线上零售商投入大量资源进行线上推广的品类；母婴用品和彩妆护肤用品品类线上渗透率较高（基础母婴用品达到约 45%，彩妆约 30%）且近年来上升趋势显著。

图表 39: 快速消费品网络渗透率 (按区域划分)



来源: 《中国购物者报告》中泰证券研究所

图表 40: 快消品的电商渠道快速发展



来源: 凯度消费者指数《中国购物者报告》中泰证券研究所

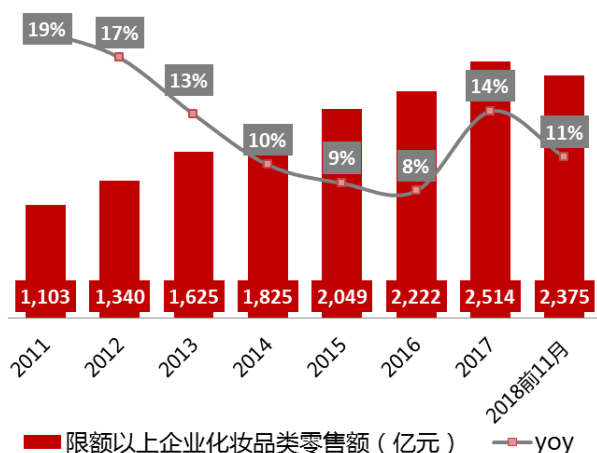
化妆品: 线上渗透率持续提升, 专营店与单品牌店并行发展

- 化妆品零售增速回落，线上渗透率稳步提升。偏重精神与享受消费的化妆品品类是消费升级的风口，2018 年限额以上化妆品零售增速有所回

落，但相比于其他消费品仍然具有较高的增长性。

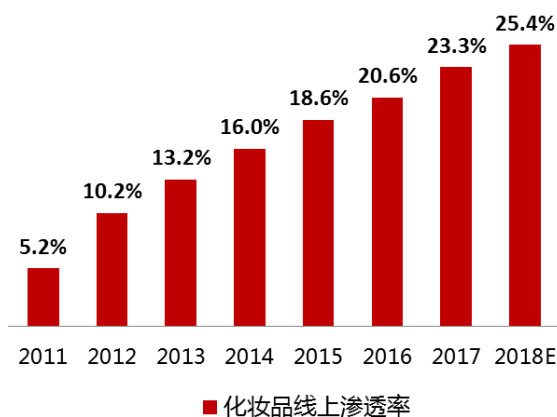
- 电商渠道具备商品丰富、运营成本低、促销活动多力度大、宣传营销方式多样灵活、购买便捷等优势，通过缩短流通环节降低加价率，实现了供应链提效。淘品牌化妆品逐渐崛起，伴随着大量知名日韩欧美化妆品品牌商选择入驻天猫、京东等电商平台旗舰店，并且打通线上线下会员体系，有效为线上销售引流，推动线上渗透率稳步提升。

图表 41：限额以上化妆品零售增速回落



来源：国家统计局 中泰证券研究所

图表 42：线上渗透率稳步提升



来源：中商产业信息网 中泰证券研究所

- 电商空间仍然较大，线下单品牌店有望成为热点。化妆品消费受到场景、体验、商品品质等要素驱动，多渠道融合销售更具优势。当前国内化妆品主要销售渠道仍为百货和日化专营店，近年来百货专柜同质化竞争加剧，而日化专营店渠道面临同店销售下滑、开店速度明显放缓的困境，品牌商开始着手单品牌店渠道建设，提供系统化、专业化的服务体验，增强用户粘性，强调忠实用户群的培养和客单价的提升。线上将微博、小红书等社交平台打造成商品营销平台和产品实验室，加强与消费者的互动，贴近消费者需求，有利于实现内容价值转化，对于新品首发等品牌营销活动具有重要意义，电商未来空间仍然较大。

图表 43：主要销售渠道优劣势比较

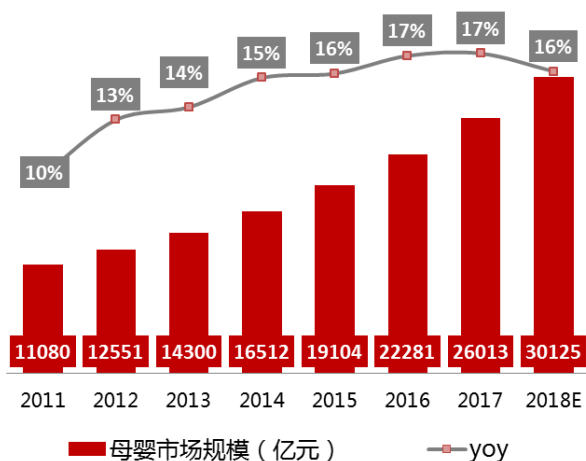
	百货	商超大卖场	日化专营店	电商	单品牌店
代表品牌	雅诗兰黛	相宜本草	珀莱雅	御泥坊	悦诗风吟
优势	<ul style="list-style-type: none"> 提供体验式/定制化服务 货源正品保障 提升品牌形象 	<ul style="list-style-type: none"> 价格吸引力大 客流量稳定 满足即时需求，购买概率高 	<ul style="list-style-type: none"> 渠道管理、品牌代理、会员经营 上整合优势明显 	<ul style="list-style-type: none"> 价格吸引力大 SKU丰富 渠道/运营成本低 营销方式灵活 	<ul style="list-style-type: none"> 提供更丰富的产品品类和试用体验，客单价高 传递品牌理念，提升品牌形象
劣势	<ul style="list-style-type: none"> 百货客流减少 入驻门槛高，要求品牌具有一定资金实力和形象 	<ul style="list-style-type: none"> 缺乏细致专业的服务 无法有效提升品牌形象 	<ul style="list-style-type: none"> 日化用品及低端化妆品业务受商超冲击 进入终端市场成本和阻力大 	<ul style="list-style-type: none"> 缺乏用户体验 售后服务较差 行业监管与标准缺失，部分平台假货泛滥 	<ul style="list-style-type: none"> 对企业品牌/品类价值的要求高 资金投入大，运营成本高

来源：联商网等 中泰证券研究所

母婴：线上线下融合，连锁门店加速扩张

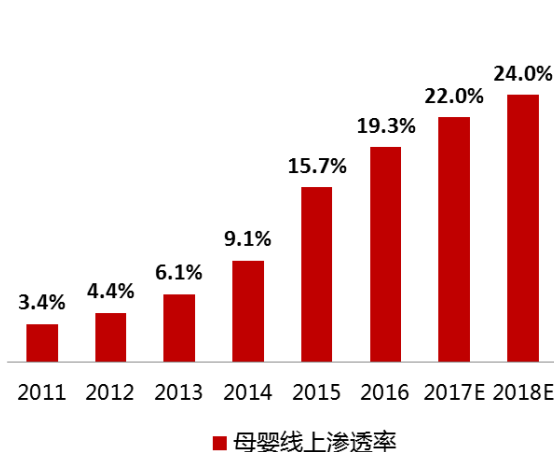
- **母婴零售保持稳健增长，跨境电商推动线上渗透率提升。**二胎政策放开带来的人口红利影响下，母婴市场近年来仍然保持稳健增长，市场规模突破3万亿元。
- **母婴品类具备基础商品标准化程度高、目标用户清晰、安全性要求高、头部品牌集中度高**等特点。受到三聚氰胺事件影响，国产品牌销售持续低迷，目前市场上流通的大部分奶粉、纸尿裤等产品仍属于国际知名品牌，跨境电商凭借价格优势、购物便捷性和规模化发展逐步挤压百货、商超和代购等渠道的市场份额。另一方面，母婴消费具有明显的集群性和专业性，母婴垂直电商通过建立经验社区，促进社群流量变现，进一步推动母婴线上渗透率提升。

图表 44：母婴市场保持稳健增长



来源：中商产业研究院 中泰证券研究所

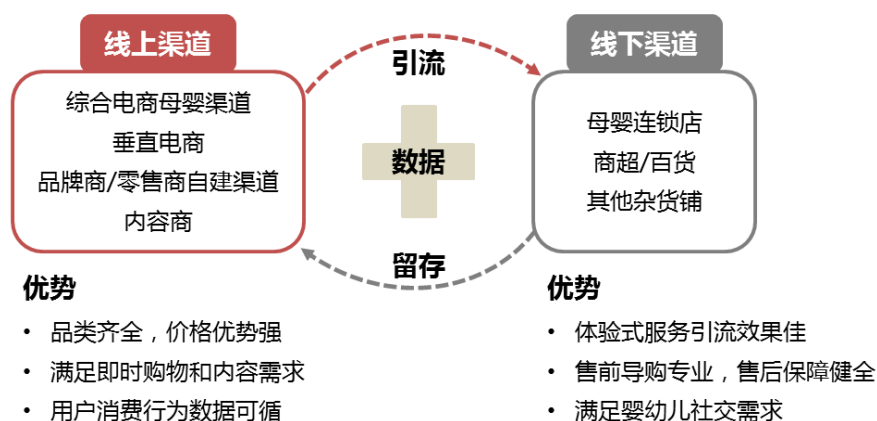
图表 45：线上渗透率持续提升



来源：儿童产业研究中心 中泰证券研究所

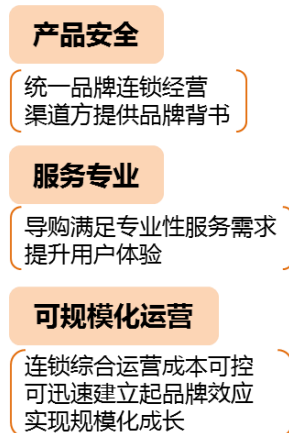
- **全渠道融合加速，母婴连锁门店持续扩张。**站在消费者的角度，母婴消费重体验、重情感、重安全，线下母婴连锁店带来的优质服务体验和连锁品牌背书产生的信任感难以替代。母婴连锁一方面通过入驻电商平台、创立独立 APP 等方式开拓线上销售渠道，另一方面将大数据和信息技术导入门店，打通线上线下会员体系，显著提升门店日常运营效率，门店新增的婴儿抚触、游乐、早教等服务引流效果显著，有利于增强用户粘性，推进门店加速布局。
- **综合来看，母婴线上渠道将以奶粉、纸尿裤等标品销售为主，价格仍是主导优势；**线下渠道融入专业导购和体验式服务，玩具、儿童车床等差异化高端产品和服务的销售比例更高，线上线下渠道加速融合、长期并存是大势所趋。

图表 46: 线上线下渠道融合是未来趋势



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

图表 47: 母婴连锁加速布局

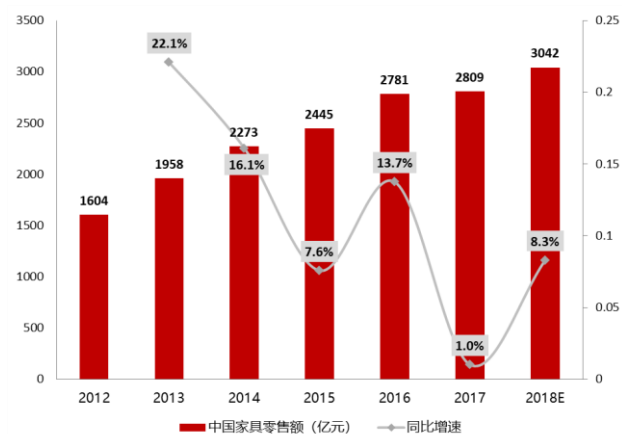


来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

家居家装：低频次、长周期、重度线下体验，全链数字化改造是核心

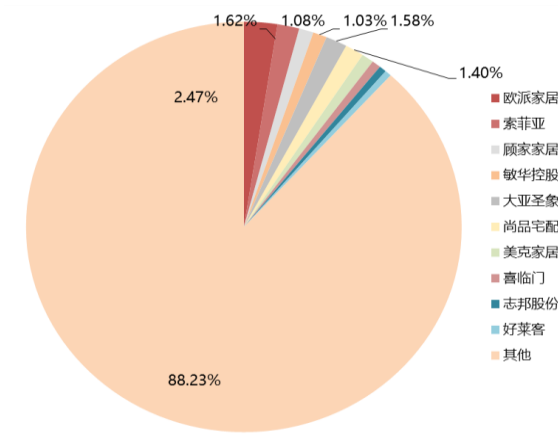
- 家具零售行业是万亿蓝海市场，前端家装线上渗透率低，上游品牌商分散，故而零售平台的渠道价值凸显。2012-2017 年，我国家具类零售整体保持平稳增长趋势，近十年年均增长率超过 20%。2017 年全国家具类零售总额达 2809 亿元，预计 2018 年将突破 3000 亿元，但这万亿蓝海却因为低频的消费特点，和重度的线下体验，一直是互联网的冷门领域。目前中国家居零售后端的网络渗透率与欧美不相上下，2016 年后端家电线上渗透率约 20%，略高于欧洲市场（14.9%），与美国市场（19.2%）相当；前端家装和建材的线上渗透率目前只有约 8%，相较于欧洲（9.2%）和美国（15.4%）有着更大的发展空间（亿欧元）。
- 此外，家具行业上游品牌商集中度非常低，即使像欧派家居、索菲亚这样的大品牌商，市占率也分别只有 2.47%/1.62%，故而在整个产业链中，渠道的重要性就凸显出来，2C 端的家居零售平台对上游的掌控能力更强。

图表 48: 中国家具零售行业规模（亿元）及增速



来源：国家统计局 中泰证券研究所

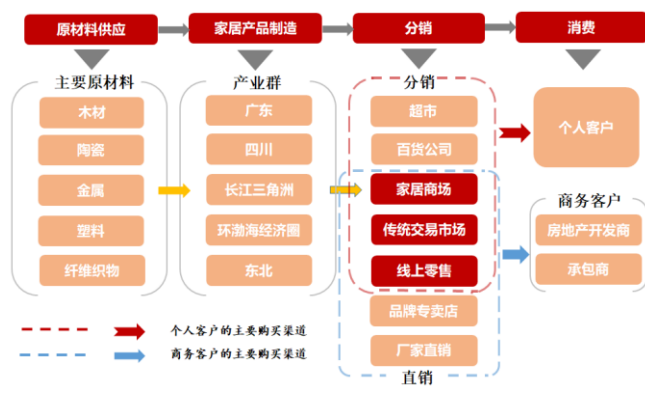
图表 49: 家具行业品牌商集中度较低



来源：中国产业信息网 中泰证券研究所

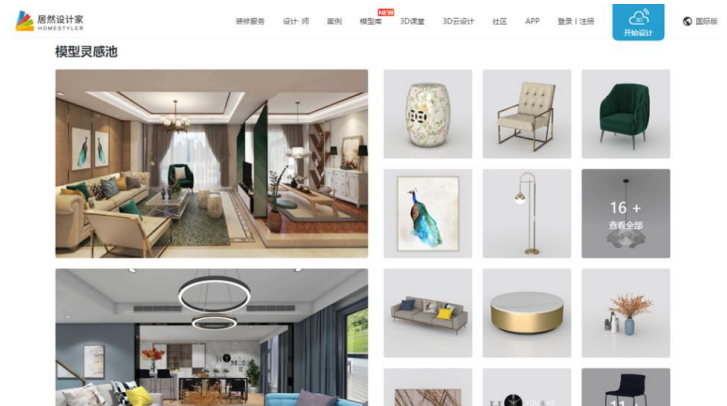
- **家居和家装服务新零售的核心是：商品与服务并举，打通上下游实现全链数字化改造。**家居、家具、家装品类有以下几个特性：（1）商品和服务需求较为个性化（2）商品品类繁多且远距离运输难度较大（3）商品和专业化服务并重，售中售后服务周期长、环节多。因此，家居家装行业的新零售，主要须解决几个难点：（1）给品牌商和消费者提供“全国一个门店，一套服务”的体验和链路优势，首先这对传统零售业业态线下的门店覆盖率有一定的要求，目前北京居然之家和上海红星美凯龙是家具零售行业的“双雄”；（2）打造智慧物流，解决最后 100 米的专业化服务：送货、安装、维护；
- 现在一方面随着中产阶级和城市白领的崛起，消费者对于生活美学的需求逐渐建立；另一方面电商渗透多年培养出来的线上购物习惯正在逐渐打破家具行业和商业地产之间的联动效应，使得线上的突破和爆发成为可能。同时，对于高客单价的家具软装品类来说，线下体验环节又必不可少，也是纯线上平台的软肋，因此线上线下双线并行的家具新零售成为了未来的发展方向，近一年电商平台纷纷发力家居、家装服务品类。

图表 50: 家居装饰及家居行业全产业链构成



来源：观研天下 中泰证券研究所

图表 51: 居然设计家平台上采用 3DVR 技术的模型库



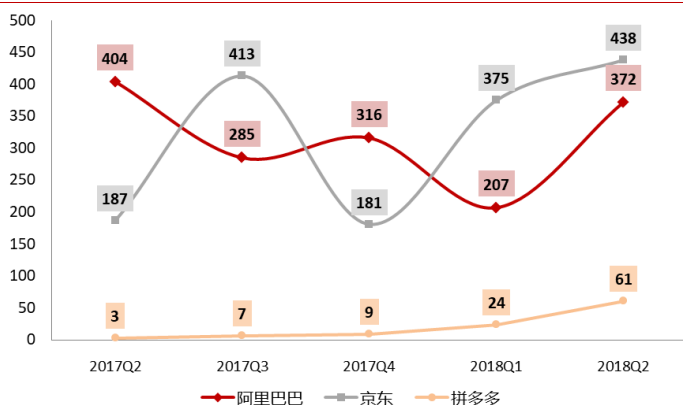
来源：公司官网 中泰证券研究所

回归零售本质，如何推动客流量的吸取、留存与转化？

电商为何寻求线下投资机会：GMV 增速不断收窄，线上流量红利见顶

- **获客成本不断走高，电商平台寻求新流量入口势在必行。**随着电商行业渗透率提升，线上获客成本不断走高，电商企业线上流量红利逐步见顶。据测算京东的获客成本在从 2013 的 80 元左右增长到 438 元(2018Q2)。拼多多在过去一年里获客成本也由 3 元增加到 61 元，而与此同时线下渠道的获客成本基本保持稳定。获客成本的提高导致电商用户规模增速放缓，互联网电商企业急需开拓新的利润增长点。
- **2017 年全国社会零售总额 36.6 万亿，其中网上实物商品占比仅 15%。**虽然线上零售额占比不断提高，线下市场仍然占据超过八成的市场份额，电商企业开始逐步尝试新流量的获取渠道往线下转移，线下零售的流量价值得以重估。超市售卖商品以生鲜、快消为主，客单价低、频次高，有较高的流量价值，同时龙头超市企业深耕供应链领域多年，形成较强的运营壁垒，能给电商企业带来良好的协同作用。

图表 52: 线上获客成本持续走高



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 53: 社会消费品零售总额及实物商品线上零售额占比



来源: 国家统计局 中泰证券研究所

线下流量入口扩展, 重新成为市场焦点

- 深入最后一公里, 小业态满足即时消费需求。** 便利店等小业态深入社区最后一公里, 是线下场景中最贴近用户的一环, 可以满足用户即时消费需求, 实现零售触角的延伸。阿里巴巴、京东、和苏宁以小店模式实践社区 O2O 商业运作模式, 输出电商供应链能力的同时, 在传统便利店基础上导入门店前置仓功能, 打造线下物流、服务和体验中心, 形成技术和流量资源的出入口。永辉立足生鲜供应链优势, 打造社区型生鲜超市永辉生活, 为用户提供消费频次高、价格敏感度较低的生鲜、快消商品, 同时设立永辉生活 APP, 打开线上流量入口, 推动销售增长。

图表 54: 小业态模式对比

	天猫小店	京东便利店	苏宁小店	永辉生活
经营方式	加盟, 服务年费3999元 保证金1万元	加盟, 无服务费 保证金5k-2万元	直营	直营
门店选址	传统便利店	传统便利店	社区+CBD+高客流区	社区+CBD
门店数量	零售通已覆盖100万家	目标为5年开100万家	截至2018Q3达1744家	截至2018Q3达422家
单店面积	50平米以上	无具体要求	80-200平米	80-180平米
商品供应	阿里零售通供货 SKU全, 上新快	京东掌柜宝进货 SKU较少, 物流快	苏宁自建供应链 主营果蔬鲜食高频SKU	永辉自建供应链 生鲜SKU占比50%
服务支持	菜鸟驿站、饿了么外卖、 大数据指导进货等	代收包裹、生活缴费、 京东到家等	苏宁小店APP 2公里内1小时达	永辉生活APP 3公里内30分钟送达

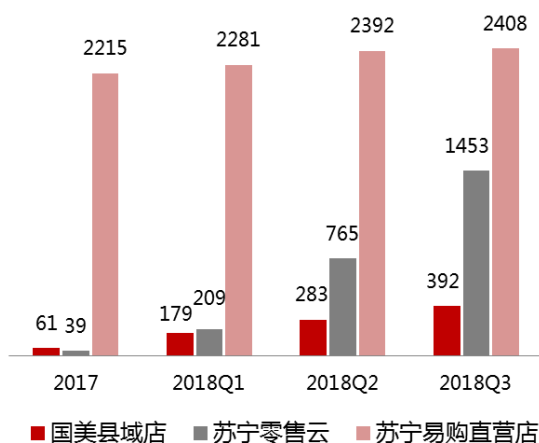
来源: 公司公告 联商网等 中泰证券研究所

- 整合县镇级零售资源, 加速市场下沉。** 县镇级零售市场中, 电商/大型连锁企业的渗透率较低, 存在较大的增量市场, 在城镇化水平持续上升、低线市场人均可支配收入提高、以及农民工回流等趋势下, 预计县镇级

市场零售规模将保持高于整体社会零售增速的稳健增长。国美、苏宁等传统家电零售巨头加速县域店和直营店布局，挖掘市场下沉机遇。

- 针对县镇级市场以人情生意、熟店熟客为主的特点，苏宁通过零售云模式全方位赋能加盟商，解决传统夫妻老婆店数字化基础设施搭建困难、运营效率低的痛点。零售云改造后门店销售额和坪效得到显著提升，店主库存和资金压力大幅减轻，赋能成效明显，模式得到加盟商认可，实现了快速扩张和下沉。

图表 55：零售巨头加速低线市场布局



来源：公司公告 中泰证券研究所

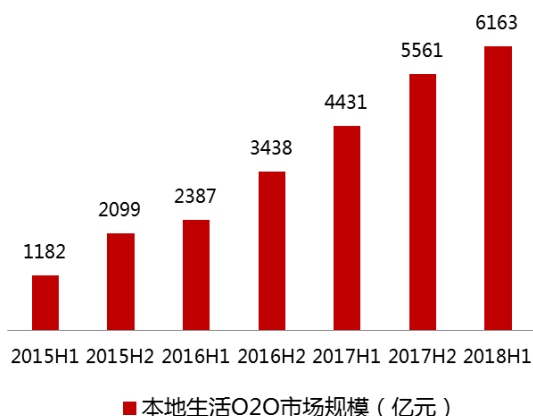
图表 56：苏宁零售云全方位赋能传统夫妻老婆店

海量SKU 扩充	引流&高毛利、高频&低频商品有效组合，通过展陈与体验，大幅提升门店坪效
零售运营 赋能	30年深耕线下，提供店长培训和全过程帮扶，输出零售运营经验和能力
仓配装 共享	中小件先采后销简单备货（3-7天量）大件先销后采，大仓直送，基本零库存
品牌营销 资源共享	月度线上和线下营销资源活动，为门店带来持续的客流量和销售转化
数字化 工具共享	金掌柜、POS、社交等IT工具简单易上手，数字化新零售提升管理效率

来源：苏宁零售云 中泰证券研究所

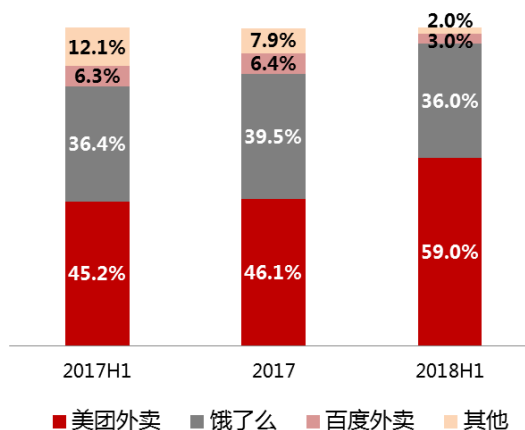
- **发力本地生活服务，打造泛零售生态圈。**本地生活服务市场业务种类繁多，包含外卖送餐、商超宅配、上门服务、到店服务等多种功能，可全方位满足本地居民日常消费需求，市场规模超过万亿元，成为线下流量新入口，是电商巨头拓展大消费领域，打造泛零售生态圈的必争之地。
- 阿里巴巴合并口碑和饿了么，正式成立本地生活服务公司，与美团形成正面对抗。2018H1 口碑到店业务市占率高达 61.7%，成为到店服务市场龙头，显著领先美团；在到家业务上，美团外卖持续扩大市占率领先优势，但饿了么活跃用户数量显著高于美团，二者各有千秋。

图表 57：本地生活服务市场规模快速增长



来源：易观智库 中泰证券研究所

图表 58：美团外卖扩大市占率领先优势

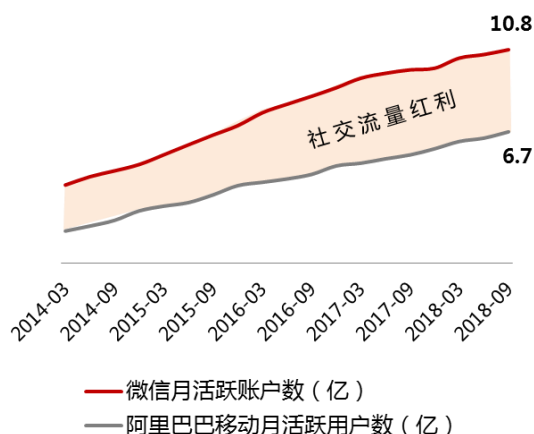


来源：Trustdata 中泰证券研究所

挖掘社交流量红利，实现裂变式发展

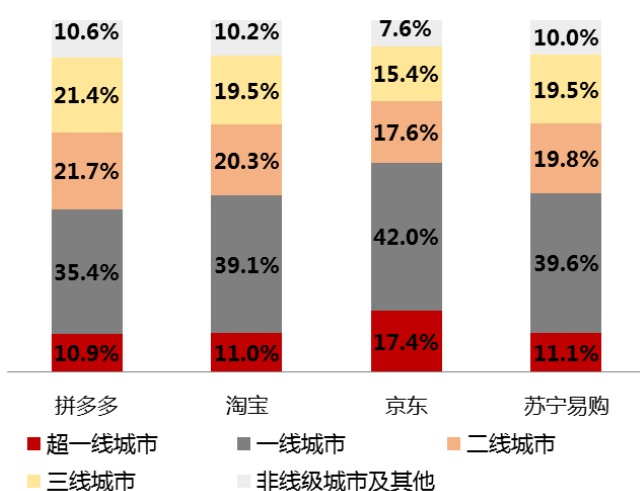
- **借助微信流量红利，拼多多实现快速崛起。**阿里腾讯两大互联网巨头对抗下，社交流量和商品流量之间存在天然壁垒，截至 2018Q3，微信与阿里巴巴之间的活跃用户缺口超过 4 亿。拼多多在腾讯社交流量资源的支持下异军突起，通过“主动分享商品+人际关系背书”激发消费需求，在电商搜索流量红利见顶的局面下另辟蹊径，以极低的获客成本实现了裂变式发展，年活跃买家数快速增长，已经超越京东。
- 拼多多以拼团模式整合大量订单需求，以销定产，直接对接长尾供应商和工厂，压缩供应链中间环节，实现低价，吸引了大量淘宝品牌化后流量和运营成本高企的中小商家，帮助他们解决了积压库存，同时从低价拼团/微信支付切入，降低网购门槛，开发、培育了大量低线市场的网购新用户。

图表 59: 微信流量和阿里系电商流量存在 4 亿缺口



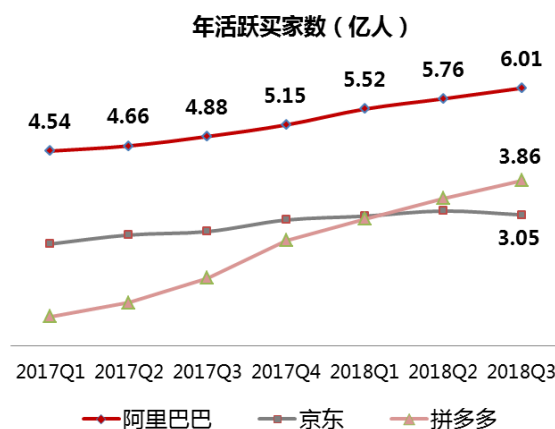
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 61: 拼多多覆盖更多低线城市用户



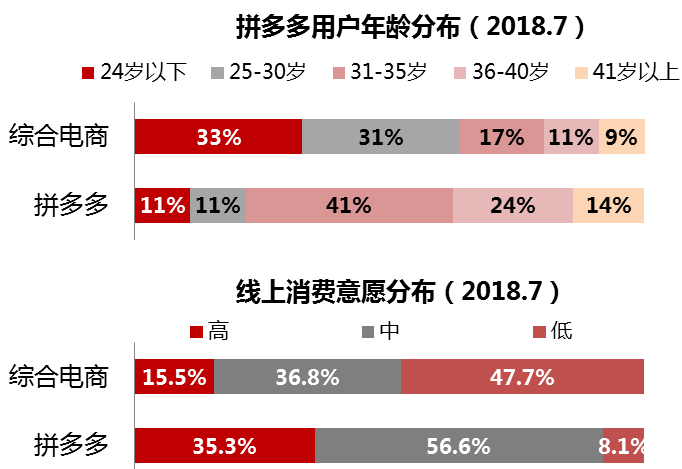
来源: 易观千帆 中泰证券研究所

图表 60: 拼多多活跃买家数快速增长



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 62: 强社交关系背书下消费意愿更强



来源: QuestMobile 中泰证券研究所

- **巨头跟进拼购业务，苏宁拼购成长性最优。** 综合比较各零售巨头的拼购业务，我们认为苏宁拼购依托自身海量“低价正品”的优质商品供应链体系，配套零售生态圈引流和良好物流体验，满足消费者对于高性价比商品的需求，目前成长性最优，有望实现爆发式增长。

图表 63: 零售巨头纷纷跟进拼购业务

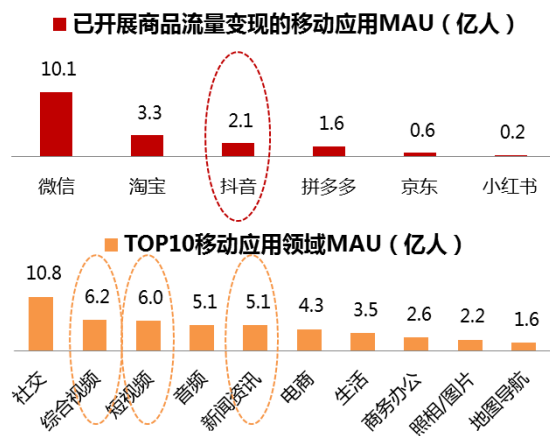
	苏宁拼购	京东拼购	淘宝特价版
市场定位	三四级低线市场	3-6线城市用户	三四线城市及价格敏感度群体
供应链	<ul style="list-style-type: none"> 认证企业商家（不允许个人） 共享苏宁供应链 独立对外采购 	<ul style="list-style-type: none"> 认证企业商家和个人商家 新供应商（门槛低，SKU达5,000+即可入驻） 	<ul style="list-style-type: none"> 信用一钻以上淘宝/天猫卖家 品牌优选型、厂家直销/产地直供型、特价热销型商家
营销方式	<ul style="list-style-type: none"> 苏宁零售生态圈引流 苏宁推客佣金激励分享 苏宁拼购独立APP 	<ul style="list-style-type: none"> 微信/手Q/京东APP/拼购小程序/微信公众号/M站同时发力 无独立APP 	<ul style="list-style-type: none"> 淘宝商户资源+流量支持 邀请新用户注册/购物返红包 淘宝特价版独立APP
盈利模式	<ul style="list-style-type: none"> 自营部分获取销售毛利 平台商户综合佣金率达1% 	<ul style="list-style-type: none"> 平台使用费：500元/月 平台扣点率1% 	约1%的平台扣点率
SKU	<ul style="list-style-type: none"> 商户数量超过40,000家 SKU超过1,000万个 	覆盖家电3C、家装家居、服饰、母婴、生鲜等超过15个品类	<ul style="list-style-type: none"> 覆盖女装、日化等 16 个品类 均价6-30元不等（除手机外）
用户	<ul style="list-style-type: none"> 活跃用户人均消费2-2.1单/月 活跃用户客单价约80元/单 	<ul style="list-style-type: none"> 5月拼购节单量环比增长139% 618日均新用户环比增长280% 	无具体数据（防御性产品）

来源：公司官网 公司调研 中泰证券研究所

沉浸式体验激发消费需求，推动内容流量变现

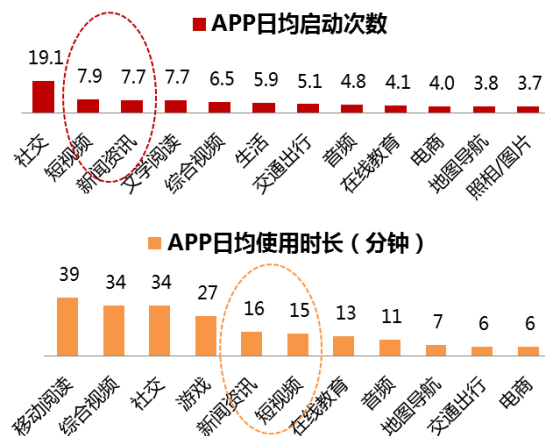
- **内容流量用户规模/粘性优势明显，在商品变现上仍是一片蓝海。** 在移动互联网市场中，视频、新闻资讯等内容流量平台月活跃用户数领先于整体电商平台。在已开展商品流量变现的平台中，抖音月活跃用户规模已突破2亿，远高于UGC电商平台小红书。
- 相比于传统的电商搜索流量，内容流量启动频率更高，用户停留时间更长，流量粘性具备明显优势，用户在浸入式的信息摄取中，更容易产生自发的“种草行为”，激发相关消费需求。当前视频、新闻资讯等内容平台在商品变现方面刚刚起步，内容流量变现的潜力和空间较大。

图表 64: 视频、新闻资讯等领域用户流量领先



来源: Trustdata 中泰证券研究所

图表 65: 内容流量的启动次数和使用时长优势明显



来源: Trustdata 中泰证券研究所

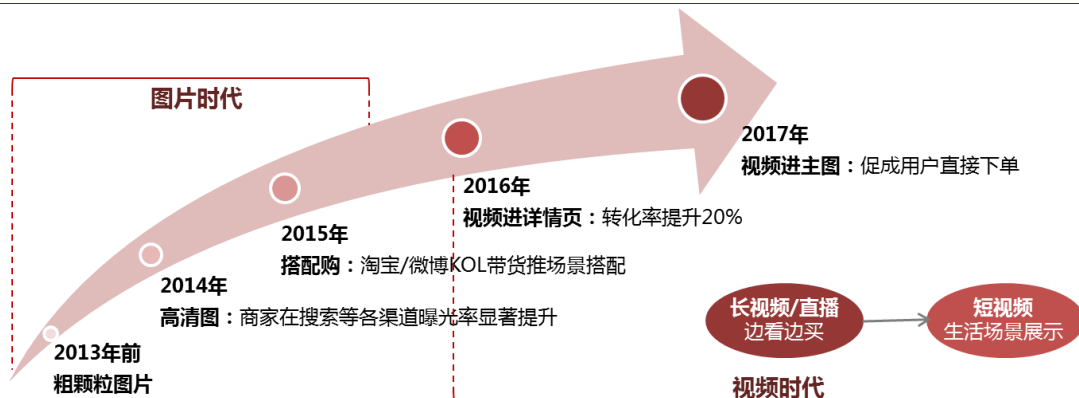
- 短视频流量通过电商变现的潜力较大。随着 4G/5G 技术的发展, 信息获取速率显著提升, 商品信息展示也逐步动态化, 视频在电商流量展示中的重要性日渐提升。在碎片化生活场景中展示商品的短视频在用户触达上效率更高, 通过电商进行流量变现的潜力更大。短视频平台抖音在已有的电商引流成功案例基础上, 开始着手打造抖音购物车业务, 推动平台内容流量变现。

图表 66: 抖音成功的电商引流案例

男装	张欣尧@1,099万粉丝, 月销售额约500万元
女装	晨妍@171万粉丝, 爆发活动单日销量100万元+
美妆	张凯毅@684万粉丝, 月销售额近3,000万元
美食	野食小哥@572万粉丝, 日销售额100万元+
评测	老爸评测@480万粉丝, 月销售流水500万元+

来源: 抖音 中泰证券研究所

图表 67: 视频逐渐成为电商流量展示的主要窗口



来源: 抖音 中泰证券研究所

持续优化 C 端体验，全方位提升用户粘性

- 商品流：一站式购物&自有品牌，满足品质消费需求。**商品是零售企业的立足之本，阿里巴巴/京东/苏宁分别在服饰/3C/家电等优势品类基础上进行品类扩充，打造一站式综合购物平台，满足消费者便捷、多元化的消费需求。在个性化领域，消费升级趋势下居民对品质生活的消费需求明显增长，主流电商平台纷纷以电商消费数据和流量资源赋能优质代工厂，打造具有设计感的高品质自有品牌，缩短中间环节，减少品牌溢价，以更高性价比满足用户品质消费需求。

图表 68：打造自有品牌，满足用户品质需求

	网易严选	小米有品	苏宁极物	京造	淘宝心选
定位	品质生活	小米式极致性价比	品质/理想生活导向	大数据打造精品	设计感的精品生活
商品供应	ODM+原创设计 SKU近两万	生态链+第三方品牌	ODM+原创设计	OEM/ODM模式	C2B+ODM SKU超过800
品控措施	<ul style="list-style-type: none"> 严选原材料、供应商和物流伙伴 5轮质检 	<ul style="list-style-type: none"> 提交样品 商家资质审核 专人验厂 	直连国际一线大牌制造商，保证品质	联手全球强实力制造商，严控质量	生产环节在线化、可视化，质检严苛
用户引流	网易邮箱+网易门户引流	小米商城用户+线下门店导流	零售生态圈引流	京东主站入口+Plus会员引流	淘宝系流量
销售规模	2018年目标GMV为200亿	2017年GMV约30-40亿，之后目标200亿	上线两月后GMV环比增长65.6%	品质生活节当日销售额为1月份的15倍	上线仅一年，销售额超过1.5亿
线下体系	12月18日首家线下店落户杭州	10月9日，小米之家全国门店达500家	已进驻上海、南京，3年内将落地345家	入驻京东之家	入驻银泰、大润发

来源：公司官网 中泰证券研究所

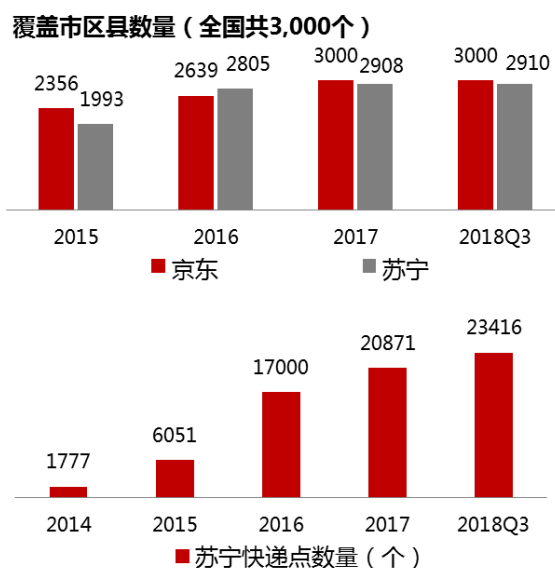
- 物流：物流网络覆盖全国，科技赋能提升效率。**经过多年发展，京东、苏宁自建全国性物流网络已经基本建设完成，阿里巴巴也通过搭建菜鸟网络补足了物流短板，电商物流服务触角已延伸至全国所有市区县，终端快递网络也得到进一步完善。物流资源的整合大幅优化了配送时效和成本结构，为消费者提供更加快速、优质、便宜的物流服务，有利于优化消费者体验，增强电商用户粘性，提高商品零售变现效率。
- 自动仓储系统、AGV 分拣机器人、无人驾驶等先进技术的应用进一步提升了仓储/配送效率，零售巨头在智能物流建设上展开了新较量。

图表 69: 全国性物流网络基本铺设完成



来源: 公司官网 中泰证券研究所

图表 70: 物流服务覆盖全国所有市、区、县



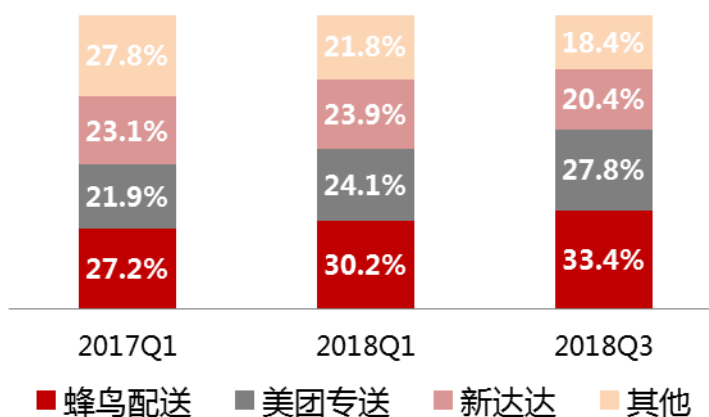
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 71: 零售巨头智能物流建设情况比较

	阿里 (菜鸟网络)	京东	苏宁
模式	智慧仓储+众包物流	全自动仓储+大数据技术	智能仓储+快递配送
	机器人仓库→仍需人工配合	全自动无人仓→100%无人操作	苏宁云仓→人工作业占5%-10%
仓储分拣	7大仓储物流基地 三通一达运输合作	7大一级物流中心 486个仓库	8个自动化拣选中心 37个区域配送中心
	AGV机器人负载500公斤 自动导航避让, 自动充电	AGV机器人负载300公斤 自动导航避让, 自动充电	AGV机器人负载量达800公斤 自动导航避让, 自动充电
	<ul style="list-style-type: none"> 单仓出库能力达10万件 货架采用四面存储, 总存储容量翻番 每小时拣货量为传统人工效率的3倍多 	<ul style="list-style-type: none"> 日处理订单超过30万单 存储效率是传统货架5倍以上 机器人拣选效率高出传统工人5-6倍 人力投入减少70% 	<ul style="list-style-type: none"> 机器人拣选准确率达99.99% 减少50%-70%人工, 拣选效率高出人工3倍; SCS智能拣选系统, 拣货速度比传统人工拣选高10倍
配送派件	无人机载重14斤 能应对六级强风	无人机载重10-15斤 飞行半径10-15公里	无人机最大载重15公斤 最大航程35公里
	菜鸟小G每次携带10-20件 可送货上门	无人车配送10-20单/日 只能指定地点自取, 需输入提货码	无人车在苏宁小店3公里内送货

来源: 公司官网 中泰证券研究所

- **物流: 整合同城运力资源, 满足即时配送需求。** 即时配送依托社会化分散库存进行点对点运输, 具有及时、高效的特点, 近年来通过外卖平台实现了高速发展, 在新零售风口下成为同城运力资源整合、完善最后一公里配送网络的落脚点。目前来看, 电商物流企业基于商品供应链优势和业务发展的迫切需要, 在即时配送市场占据主导地位, 饿了么蜂鸟配送在骑手网络、服务范围等多项指标上均具有显著优势, 为满足用户即时消费需求、拓展本地生活服务建立了良好的基础。

图表 72: 蜂鸟配送市占率稳健提升 (以订单量计)


来源: 艾媒咨询 中泰证券研究所

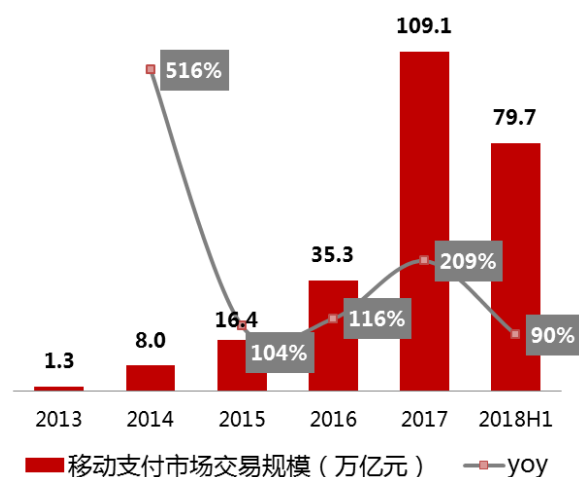
图表 73: 即时配送物流实力比较 (*代表截至 2017.12 的数据)

	蜂鸟配送 (饿了么)	美团专送	新达达 (京东)
战略定位	扩充品类 人工智能助力即时配送	多渠道引流+多元化经营 AI提升配送效率	京东物流深度协同 重点发力C端同城配送业务
覆盖范围*	2,000+市县区的4,505万人	1,300+市县区的2,884万人	360+市县区的3,000万月活跃用户
合作商家*	200万+	200万+	80万+
配送员数量*	自营300万+	自营50万+	众包400万+
日订单量*	日均450万, 峰值2,000万+	日均440万, 峰值2,100万	日均100万, 峰值200万
配送效率	29分钟	28分钟	45分钟
用户满意度	8.24/10	7.52/10	7.16/10

来源: 艾瑞咨询 公司官网 中泰证券研究所

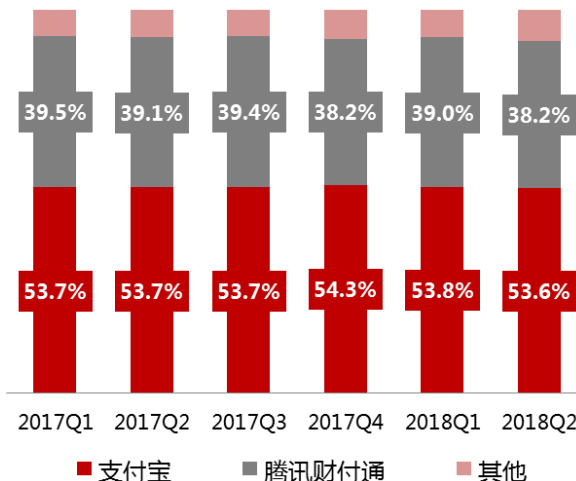
- 资金流: 移动支付提供便利, 金融服务打通资金链条。** 移动互联网的普及为移动支付发展提供技术基础, 2016年起移动支付在第三方支付市场中交易规模占比已达 54.8%, 成为新支付常态。主流移动支付企业通过二维码收款推动线下商户直接转化, 为新零售打通线上线下支付体系扫清了障碍, 有助于随时随地满足用户消费需求。支付宝背靠阿里巴巴商业生态圈, 用户渗透率更高, 在移动支付市场份额过半, 保持领先地位。
- 近年来我国消费贷款在总贷款余额中占比稳健提升, 有效刺激居民提前满足消费需求, 提高社会消费水平; 另一方面, 供应链金融规模增长有效缓解了供应商/零售商融资难、融资贵的困境, 从生产端到消费端全线打通资金链条, 加快了零售体系内资金流动, 推动整体供应链效率提升。

图表 74: 移动支付的快速发展为零售交易提供便利



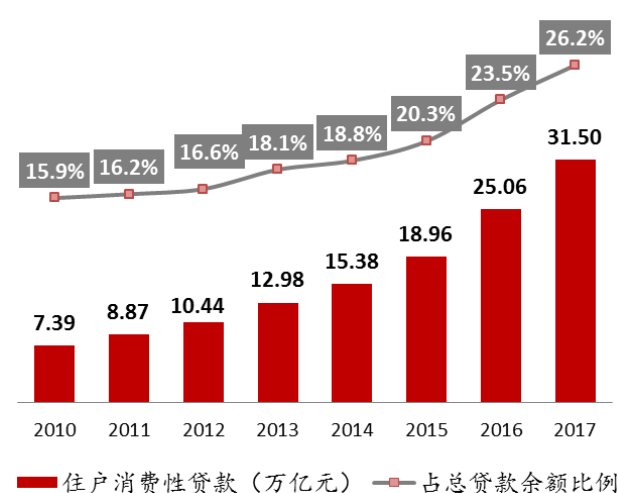
来源: 易观智库 中泰证券研究所

图表 75: 支付宝占据半壁江山



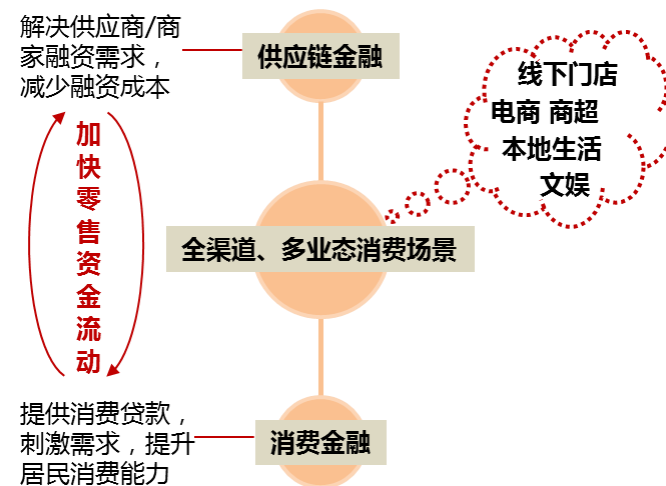
来源: 易观智库 中泰证券研究所

图表 76: 消费信贷重要性日益显著



来源: 中国人民银行 中泰证券研究所

图表 77: 消费/供应链金融服务打通零售资金流

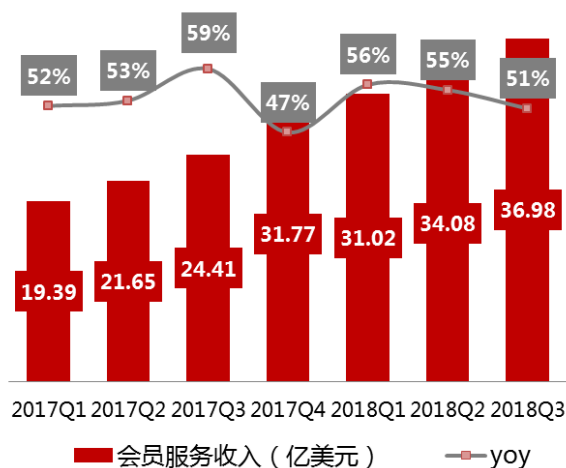


来源: 中泰证券研究所

打通零售生态圈, 推动会员价值变现

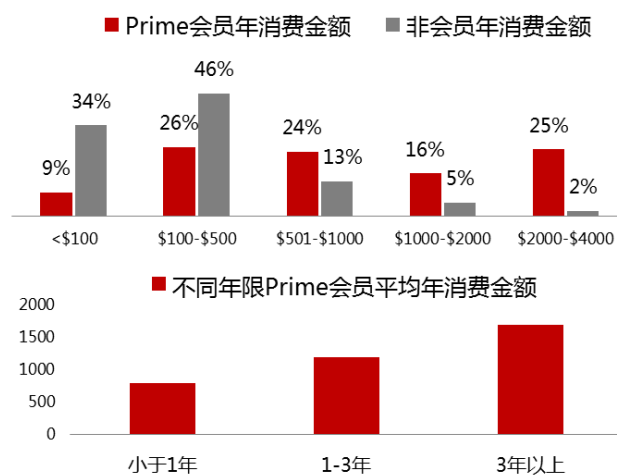
- **亚马逊 Prime 从免邮服务切入, 挖掘头部用户价值。**Prime 会员已推出 13 年, 年费仅需\$119, 2017 年会员数量已突破 1 亿, 覆盖 9 个国家超过 50 个城市。Prime 会员以免运费两日达服务作为切入点, 依托自建物流设施解决了美国电商物流较慢的痛点, 快速吸引了大量用户。随着亚马逊生态圈的拓展, Prime 会员权益逐步延伸至娱乐、实体书店、消费电子以及实体零售领域, 推动生态系统内各业务协同发展。
- Prime 会员可将忠诚度较高的头部用户价值直接转化为会员费收入, 有效优化了企业现金流。另一方面, 付费机制激发用户购买需求、增强用户粘性, 提升消费频率和客单价, 推动商品和服务销售规模增长。数据显示, 资历更深的会员客单价更高, 会员价值变现能力随着时间沉淀得到了进一步提升。

图表 78: Prime 会员收入保持中高速增长



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 79: Prime 会员消费意愿更强



来源: Evercore|SI MorganStanley 中泰证券研究所

- **打通生态圈会员体系, 推动会员价值变现。**在国内普遍包邮的大背景下, 免运费服务吸引力较小, 零售生态系统的搭建和生态圈内会员价值变现成为了国内付费会员机制的发展重点。阿里巴巴与苏宁打通了旗下各平台的会员体系, 实现了不同流量入口的互通, 促进各业务间相互导流、共同发展; 付费会员筛选出消费意愿高, 粘性强的头部活跃用户, 为零售生态圈内忠实用户提供零售折扣/返利、文娱体育等综合服务, 全方位满足消费者需求, 提升生态系统中消费者的参与度和忠诚度, 进一步推动商品和服务销售收入变现。京东暂未形成自己的生态圈, 当前与爱奇艺达成会员共通, 在会员权益多元化方面稍逊一筹。

图表 80: 主要电商平台付费会员权益对比

	阿里88VIP	京东PLUS	苏宁SUPER
会员费	<ul style="list-style-type: none"> 普通会员购买: 888元/年 淘气值1,000+: 88元/年 	<ul style="list-style-type: none"> 注册用户: 299元/年 银牌以上会员: 198元/年 钻石会员续费: 149元/年 	<ul style="list-style-type: none"> 普通会员购买: 149元/年 V3/V4会员购买: 109元/年
商品折扣	精选品牌、天猫超市、国际直营享9.5折	<ul style="list-style-type: none"> 9折服饰品类券 100元全品类专享券 	<ul style="list-style-type: none"> 2%云钻返利 每月6号专属会员日超低会员价
运费福利	基本享受包邮服务	360元/年的运费券礼包	36张自营运费券/年
生态圈权益	<ul style="list-style-type: none"> 优酷年度VIP 饿了么年度VIP 虾米音乐年度VIP 淘票票年度全国卡 	爱奇艺VIP会员年卡	<ul style="list-style-type: none"> 372天PP影视会员 PP体育会员+3张观赛券 免费阅读5,000本悦享电子书 苏宁家电清洗保养7-8折优惠
用户情况	主要为淘宝系电商头部活跃用户	PLUS会员数量1,000万+ 续费率近80%	主要为苏宁全渠道生态圈活跃用户

来源: 公司官网 亿欧智库 中泰证券研究所

重点公司推荐

苏宁易购：家电零售形成宽阔护城河，全渠道多业态生态圈开启规模发展

- **家电零售已建立起宽阔护城河，未来在带电产品零售市场的空间仍然较大。**线下家电连锁/商超卖场/电商/县镇级市场专卖店全渠道布局完善，经营规模优势已逐步凸显。线下可比门店收入同比增速领先，门店坪效和固定费用率持续优化，盈利能力有望稳健提升。苏宁在家电基础上扩展“带电”的相似品类，未来在整个技术消费品零售市场的销售规模有望超过 4,000 亿元。
- **全渠道、多业态汲取流量，构建智慧零售生态圈。**(1) 线下流量：推进“一大两小多专”门店布局，扩充母婴店、小店等高引流业态；(2) 线上搜索流量：天猫旗舰店享受阿里资源引流，自营规模保持快速增长，开放平台持续扩品，佣金收入有望进一步增长；(3) 社交流量：开展苏宁拼购业务，有效挖掘低成本、高转化效率的社交流量红利。
- **输出供应链服务能力，赋能商家和消费者。**输出家电 3C 等优势品类运营能力，赋能零售云加盟商。打造国内稀缺的仓储、干线运输和末端配送能力并重发展的电商物流企业，精耕生态圈金融需求，社会化物流收入、金融服务收入有望放量增长。
- **经营基本面向好，盈利能力稳健，现金流充足。**苏宁全渠道多业态经营模式规模效应逐步凸显，预计线下同店收入将保持稳健增长，为公司提供充足而稳定的收入来源，线上仍将保持中高速增长，未来平台收入将进一步提升。持续输出供应链服务能力，推动社会化物流和金融服务收入增长。预计 2018-2020 年实现营业收入 2460.70/3123.27/3826.38 亿元，实现归母净利润 77.18/19.72/31.91 亿元。经营业绩持续向好，当前位于历史估值底部，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**(1) 线上线下融合不及预期，线上成本激增，线下门店改造受阻，公司盈利下滑；(2) 阿里苏宁关系恶化，线上流量成本大幅上升；(3) 金融业务风控能力不足，坏账大幅增加，拖累集团现金流恶化等。

新宝股份：西式小家电龙头，渠道变革加速，优质供应链企业价值凸显

- **稳居西式小家电龙头，研发设计能力出众，产业议价能力强。**公司注重核心专利布局和创新品类的研发，多个专利属于国内首创、国际领先水平，有效提升公司产品的识别度和溢价空间。公司盈利受到汇率、原材料价格等不可控因素影响，通过缩短合同周期、订单筛选、调整指导价格等手段将原材料溢价和汇兑损失转嫁到下游客户，体现较强的产业链议价能力。
- **订单管控负面影响减弱，营收恢复稳健增长。**2017 年下半年起公司对接单毛利率进行了筛选管控，主动放弃了部分毛利率偏低的订单，2018H1 公司营收出现负增长。2018Q3 营业收入同比增长 4.61%，订单管控对营收造成的短期负面影响已经逐步减弱。
- **加大内销市场投入，毛利率持续改善。**中美贸易摩擦背景下，汇率波动

影响和业绩不确定性较大，公司主动调整收入结构、持续加大内销市场投入，同时加大产品创新力度，借助多元营销渠道，提升产品竞争力。公司内销产品毛利率显著优于外销产品，内销占比提升带动公司整体毛利率优化至 21.5%，产品盈利能力得到确认。

- **三季度业绩靓丽，公司盈利能力稳健提升。**公司是国内集设计研发、生产销售、品牌为一体的西式小家电龙头企业，研发生产能力强，产业链议价具有明显优势，优质供应链价值逐步凸显。预计 2018-20 年公司营业收入分别为 90.57/102.64/115.45 亿元，实现净利润 5.09/6.39/8.21 亿元。看好公司的业绩增长和长期投资价值，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**国际市场增速大幅放缓，国内市场面临激烈竞争，内销占比难以提升；国际环境不确定性大，汇率波动增加财务费用，惩罚性关税影响公司出口业务；原材料价格及劳动力成本持续上升，毛利率下行等。

永辉超市：生态体系渐成，云创出表后以更清晰的业务布局发力新零售

- **公司是本土商超中率先具备跨区域扩张能力的龙头企业，受益于国内超市行业整合提速，强者恒强。**相比欧美市场，国内超市行业集中度低，3 万亿的行业规模仍未孕育出市值超千亿的公司。目前行业整合进程提速、分化明显：外资企业经营状况低迷，以永辉为代表的优质的民营商超强势崛起，电商巨头布局线下，资本注入又给优质商超带来新的机遇。永辉聚焦生鲜业务，过去几年在电商的冲击下构筑了强壁垒，而目前与京东、腾讯合作，线上业务占比不断提升，未来业绩增长空间大。
- **供应链优势明显，合伙人+赛马制打造开放高效的企业管理，股权激励计划进一步释放经营活力。**永辉供应链的上下游延伸：向上游扩大直采，寻找优质、低价货源，进入生鲜的种植领域；向下游加强产品的研发，在终端推出生鲜自有品牌。另外，永辉在全国 17 个省市建设 12 个配送中心，拥有核心区域 2-3 小时的配送能力，生鲜耗损率远低于行业平均水平。内部经营管理践行“合伙人制+赛马制”，坪效和人效较同行具有显著优势。2017 年公司首度实施股权激励计划，未来的经营活力将进一步释放。
- **组织架构变革，云创出表独立运作减少公司利润端压力，全新业务布局聚力“新零售”。**此前负责新业态孵化和 B2B 模块的云创和云商出表独立运作，减轻了公司的利润端的压力，同时主业重新聚焦云超：两大集群合并后下设大供应链事业部和大科技事业部，整合原本分散的业务模块，搭建供应链运营和大数据科技中心，更有效地发挥规模效应。同时新零售也将在云超全面展开：试点 mini 店深入社区；推动永辉生活 APP 的开发；“卫星仓”、“店仓合一”等模式推动到家业务发展。此番组织架构的调整有望给永辉带来新一轮快速发展周期。预计 2018-2020 年公司实现营收 695.94/793.98/903.86 亿元，同比增长 18.78%/14.09%/13.84%。实现净利润约 18.13/20.68/27.96 亿元，同比增长-0.21%/14.05%/35.25%。摊薄每股收益 0.19/0.22/0.29 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 42/36/27 倍。
- **风险提示事件：**（1）整体宏观环境下行，消费呈现疲软态势，可能导致

超市板块整体表现欠佳。(2)云超新零售业务发展不及预期(3)电商等渠道的冲击:电商涉足生鲜领域且市占率快速提高,长期看给公司生鲜业务的发展带来一定的挑战。

家家悦: 生鲜供应链优势凸显, 目前步入加速扩张期, 业绩表现抢眼

- **深耕超市行业四十年, 立足山东省稳步扩张, 目前展店速度大幅提升, 与省内其他商超相比优势渐显。**2018H1 公司各业态连锁门店数量 702 家, 展店速度持续加快, 同时完成了青岛维客商业 9 家门店并购, 增强青岛地区竞争实力。目前力推西部扩张及渠道下沉, 省内扩张潜力仍大。目前山东省内外资商超仅大润发一枝独秀, 本土超市维持区域割据局面, 对比银座股份和利群股份的经营状况, 家家悦的业绩增速保持了良好的势头, 区域龙头优势日渐巩固, 预计未来市占率进一步提高。
- **以采购和物流为支撑打造供应链优势, 构筑其竞争壁垒; 内部试点推行合伙人制, 经营效率不断改善。**家家悦生鲜经营核心竞争力主要体现在三点: 上游生鲜基地直采占比超八成; 农产品初加工能力突出; 物流配送高效且标准化。截至 2017 年底, 公司 5 处生鲜仓合计总面积 9.62 万平米, 合计日均吞吐量为 1682 吨, 支撑 702 家门店; 预测未来烟台和莱芜生鲜加工中心投产使用后, 新增日均吞吐量约 1280 吨, 可支撑公司未来 5-6 年开店计划。此外公司目前在门店试点推行合伙人制, 有利于公司的人效、坪效、生鲜运营效率等进一步提升, 推动企业的持续健康发展。
- **生鲜经营为核心竞争力, 多业态协同发展, 2018H1 业绩表现抢眼, 有望进入一轮业绩增速上行通道。**2018H1 公司实现营收 62.27 亿元, 同比增速 11.84%; 归母净利润 1.94 亿元, 同比增速 35.63%; 展店加速期间费用率整体仍呈下降趋势。生鲜销售贡献近四成收入, 生鲜销售毛利率 15.47%, 略高于永辉, 在同行业中处于领先地位。公司旗下业态种类丰富, 以大卖场和综合超市为主, 截至 2017 年末, 公司对超市门店的升级改造累计达到约 100 家, 改造后的门店业绩得到显著提升。成熟门店内生增长, 新店展店速度持续加快, 公司未来盈利有望进一步释放。预计 2018-2020 年公司实现营收约 126.9/147.1/168.8 亿元, 同比增长 12%/15.9%/14.8%。实现净利润约 4.1/5.0/5.8 亿元, 同比增长 30.2%/22.8%/16.5%。摊薄每股收益 0.86/1.06/1.24 元。当前市值对应 2018-2020 年 PE 约为 23/19/16 倍。
- **风险提示事件:**(1)整体宏观环境下行, 消费呈现疲软态势, 可能导致超市板块整体表现欠佳。(2)新区域扩张存在不确定性, 新开门店培育期可能长于预期。(3)电商等渠道的冲击: 电商涉足生鲜领域且市占率快速提高, 长期看给公司生鲜业务的发展带来一定的挑战(4)规模快速扩张, 经营管理难度加大, 对公司整体供应链的能力提出更高的要求。

南极电商: 矩阵生态圈优势凸显, 引领新快消品时代潮流

- **“品牌/品类+渠道+服务+内容”矩阵生态圈基本搭建完成。**品牌/品类: 深耕南极人品牌, 持续丰富品牌矩阵, 从高性价比标品切入扩品, 多个

类目在天猫销量第一；销售渠道：保持阿里平台领先优势，在拼多多端实现高速增长，通过卡帝乐布局线下门店；服务：收窄货品销售和园区服务，精耕品牌授权及综合服务，移动互联网营销成为新增长极；内容：基于“亚洲美妆天后” PONY 的人气与品牌价值，实现内容传播流量变现。

- **定位高频消费品，以品质引领新快消品时代潮流。**消费升级主导下居民消费频次变高，布局有个性的标品和高频消费品将是电商销售的制胜关键。公司布局高频消费价格区间，把握大众消费升级机遇。在质量管控上进行授权前验厂检查、授权后抽检和现场检查，目前已经开始全国范围内的工厂巡视检查，进一步在授权体系内树立品质为先、产品为先的经营理念，用品质引领新快消品时代潮流。
- **业绩稳健增长，具备高成长性。**2018 年前三季度，南极电商授权产品 GMV 仍然保持 63% 的高速增长，时间互联并表后营业收入大幅提升至 20.45 亿元，同比增长 409%，净利润为 4.49 亿元，同比增长 85%，业绩呈现高成长性。大众消费升级下，以高性价比、高频消费品为主打的南极电商将迎来发展红利期，公司也将持续强化品牌、品类和渠道的核心优势。看好公司的业绩增长和长期投资价值，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**（1）布局品牌/品类矩阵受阻，品牌影响力下降，造成服务费率和收入下滑；（2）保理业务风控能力不足，出现大量坏账，公司现金流恶化；（3）渠道拓展不畅，授权产品 GMV 增速大幅放缓。

重点推荐公司盈利预测与估值

图表 81：重点推荐公司盈利预测与估值（截至 2018.12.28 收盘）

公司名称	股价	市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
苏宁易购	9.85	917.04	0.45	0.83	0.21	0.34	27.16	11.87	46.90	28.97	买入
新宝股份	9.18	74.67	0.50	0.63	0.82	1.07	24.50	14.57	11.20	8.58	买入
永辉超市	7.87	753.20	0.19	0.19	0.22	0.29	53.20	41.42	35.77	27.14	增持
家家悦	20.09	94.02	0.66	0.86	1.06	1.24	30.15	23.36	18.95	16.20	买入
南极电商	7.52	184.61	0.33	0.37	0.50	0.66	37.34	20.32	15.04	11.39	买入

来源：Wind 中泰证券研究所

风险提示

风险提示事件

- (1) 宏观经济增长放缓, 居民消费疲软, 板块高弹性下系统性风险较大;
- (2) 新零售线上线下融合不畅, 线上电商增长放缓, 线下拓展不利, 难以实现盈利, 上市公司业绩不达预期;
- (3) 上市公司管理层对转型战略未达成统一, 公司经营效率下滑, 未来发展前路不明。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。