

# 商贸零售

# 行业深度分析

## 存量格局下，自有品牌建立竞争优势

 投资评级 **领先大市-B 维持**

### 投资要点

◆ **整体零售稳步增长，线上保持较快增速：**2010年来，我国整体零售增速随零售总额的不提升而有所放缓。2018年1至11月，社会消费品零售总额累计增长9.1%。2014年中至今，全国百家零售额月同比增速基本在-5%至5%之间波动，零售额增速明显放缓。我国零售业正逐步趋向于存量竞争，商品性价比及差异化将成为零售商重要考量。零售商向上游整合成为方向之一。

◆ **零售商自有品牌逐步培育，略去中间环节建立优势：**零售商自有品牌是由零售商自行培育的品牌，是零售商略去品牌商，直接与供应商合作的方式之一，是零售商对供应链资源的向上整合的方法之一。通过减少中间环节，零售商自有品牌商品加价倍率进一步降低。典型欧洲国家中，略去中间环节后，自有品牌商品价格较品牌商商品价格低约29%，而在美国则低19%。

◆ **品牌产品是品牌忠诚的原因，有限忠诚为自有品牌提供契机：**在美国，多数品牌忠诚的消费者的品牌忠诚是有限且可变的，同时消费者更换品牌的最主要原因是商品的价格。中国的时尚服饰方面，80、90后以开始更愿意尝试小众或新品牌。新进入消费者愿意尝试新品牌，且价格是消费者更换品牌的重要因素，使具有性价比优势的零售商自有品牌获得发展契机。

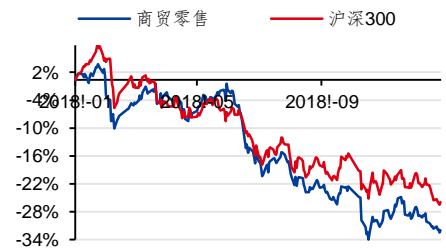
◆ **海外自有品牌发展良好，零售集中度支撑自有品牌市占率：**零售商自有品牌在全球的零售份额中占比并不大，但所占份额正逐步提升。分地域看，欧洲是零售商自有品牌渗透率最高的地域，北美其次，亚太地区的零售商自有品牌有较大发展空间。我们统计了西班牙、英国、法国、德国、荷兰、意大利、美国和中国的相关情况，发现（1）零售商自有品牌市占率与前十大零售商市占率呈现明显的正相关关系。（2）我国零售商自有品牌市占率仍然较低，随着零售集中度不断提升，零售商自有品牌市占率有望在未来逐步提升至接近美国和意大利的水平。

◆ **7-11 自有品牌推动增长，亚马逊自有品牌有望快速发展：**从典型公司来看，典型零售商自有品牌销售额占比不低于20%，占比最高可达90%以上。其中自有品牌占比最高的是折扣连锁店，通过自有品牌主打性价比，其次是百货商店，凭借自有品牌打造差异化竞争力。

7-11 是著名的日本连锁便利店品牌，有效满足了消费者的便利性餐饮需求，并树立了独特的品类形象，驱动消费者重复进店购买。2008财年至2016财年（剔除2010财年的异常值），自有品牌SevenPremium贡献了7-11日本区近半销售额增量。

亚马逊是美国最大的电商平台公司，目前仍然以网络零售为主，新业务带动公司收入较快增长。2009年推出自有品牌以来，通过积累交易数据及市场情况，逐步完善其品牌、品类矩阵。2017年亚马逊自有品牌销售额占平台GMV仍然较小，但至2022年有望实现近200亿美元销售额，约为2017年的近5倍。

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.09	0.22	-6.02
绝对收益	-4.02	-12.23	-32.36

### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsec.cn  
 021-20377089

### 报告联系人

吴雨舟  
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn  
 021-20377061

### 相关报告

商贸零售：拼多多点评：月度活跃用户维持环比增速，三季度 NonGAAP 亏损幅度环比收窄 2018-11-21

商贸零售：三季度电商增速放缓，建议关注电商渠道下沉增量 2018-11-11

商贸零售：美国启动退出万国邮政联盟程序，或提升对美邮寄费用及跨境电商成本 2018-10-18

商贸零售：国务院出台完善促进消费体制机制，购物中心、便利店业态有望受益 2018-10-12

商贸零售：拼多多点评：国美入驻拼多多平台，品牌化升级更进一步 2018-10-11

- ◆ **电商渠道带动零售集中度上行，具备培育自有品牌的能力与动力：**网络购物是我国集中度较高的零售市场。整体电商 CR3 大约为 83%。随着电商的快速发展，电商在我国零售占比逐步提升，带动我国零售集中度逐步攀升。我国零售十强的市占率或将在电商较快增速带动下，在未来数年内提升至接近美国、意大利的水平，为培育自有品牌奠定基础。另外经济增速下滑或刺激消费者选择高性价比商品，未来我国零售商自有品牌商品有望受益于较高的性价比，取得持续的市占率扩张。
- ◆ **食品饮料及日用品或为合适品类，自有品牌逐步渗透生鲜电商：**分品类看，欧美零售商自有品牌仍然以食品饮料及日用品为主。冷冻食品和冷藏食品是欧洲市场自有品牌市占率最高的两个品类，自有品牌市占率可达 40%+。家庭护理、宠物用品、软饮料、婴童用品渗透率也超过 20%。我们认为这主要是上述品类具有技术壁垒低、市场成熟度高、消费者感知差异较小等特征。目前我国生鲜标准化进程持续进行，国内典型零售商均已涉足生鲜电商，生鲜自有品牌逐步推进。
- ◆ **自有品牌带动毛利率提升，高性价比建立竞争优势：**自有品牌的占比提升有望持续带动我国零售商毛利率。如果按照我国零售商与国外类似，自有品牌毛利率高出约 30% 测算，自有品牌占比若提升 3 个百分点，典型零售商毛利率有望提升约 0.21 个百分点，若对净利率提升相同的数值，则提升约为 2017 年典型零售商平均净利率的 7.3%。在对毛利率的直接提升之外，自有品牌还将带动零售商产品竞争力的提升，推动拥有良好自有品牌的零售商在集中度提升过程中取得优势。

◆ **建议关注：**

**线上零售：**互联网用户量红利或接近尾声，多数主流电商平台今年活跃用户增速、GMV 增速均呈现下滑态势。线上流量成本提升使线上企业开始向线下延伸，并从生鲜电商行业切入线下零售市场。生鲜行业对供应链整合能力要求较高，并适用于自有品牌战略，典型新零售企业逐步推出自有品牌。供应链整合及自有品牌的建立需要零售商较强议价能力，建议关注电商龙头阿里巴巴、京东，以及较早涉足自有品牌的电商平台网易。

**线下零售：**线下零售近年来受到线上零售冲击，增速持续较低。目前新零售的改造已接近完成需求端数据化，未来更多是供应链的逐步改造。零售商直接对接供应商的直采，可以减少中间环节成本，并建立自有品牌构筑差异化壁垒，依托会员制度，或将有效提升客户粘性。另外目前我国零售商格局仍然分散，但已有部分龙头公司开始从区域向全国布局，零售逐步整合成为未来趋势。供应链整合需要零售商具有较强的议价能力，建议关注已布局生鲜供应链并逐步扩张的全国性商超龙头永辉超市，以及深耕胶东逐步扩张的家家悦。

- ◆ **风险提示：**1. 自有品牌品类选择及品牌定位或不符合消费者需求；2. 自由品牌类似以零售商声誉建立新兴品牌，新品牌培育需要时间及投入；3. 自有品牌仍需与供应商建立长期合作关系，并严格管控质量；4. 多数国内典型零售商处于全国化进程中，零售竞争格局变化或影响自有品牌培育；5. 零售商推广自有品牌需要平衡与品牌商的关系，仍需关注与品牌商的合作情况。

## 内容目录

<b>一、我国零售趋向存量竞争，有限忠诚为自有品牌提供契机</b> .....	<b>6</b>
(一) 零售现状：整体零售稳步增长，线上保持较快增速.....	6
(二) 自有品牌：零售商自有品牌逐步培育，略去中间环节建立优势.....	7
1. 自有品牌逐步培育，零售商涉足品牌建设.....	7
2. 自有品牌略去中间环节，建立性价比优势.....	8
(三) 品牌消费：品牌产品是品牌忠诚的原因，有限忠诚为自有品牌提供契机.....	10
<b>二、海外自有品牌发展良好，集中度支撑自有品牌渗透率</b> .....	<b>11</b>
(一) 海外现状：海外自有品牌发展良好，不同区域仍有较大差异.....	11
(二) 具体原因：各国零售行业集中度是零售商自有品牌市占率的支撑.....	12
(三) 典型公司：7-11 自有品牌推动增长，亚马逊自有品牌预计快速发展.....	14
1. 7-11 自有品牌定位优质低价，贡献 08 至 15 年近半增量.....	15
2. 亚马逊自有品牌逐步完善，预计仍将较快增长.....	17
<b>三、电商支撑自有品牌发展，高性价比有望建立竞争优势</b> .....	<b>19</b>
(一) 时点：电商渠道带动零售集中度上行，具备培育自有品牌的能力与动力.....	19
1. 电商渠道带动零售集中度上行，具备培育自有品牌的能力与动力.....	19
2. 国内经济增速放缓，自有品牌或迎发展机遇.....	20
(二) 品类：食品饮料及日用品或为合适品类，自有品牌逐步渗透生鲜电商.....	21
1. 食品饮料及日用品或为自有品牌合适品类.....	21
2. 生鲜市场迎来电商渗透机遇，自有品牌逐步渗透生鲜电商.....	23
(三) 合作：与制造商合作为基础，股权类合作或为长期合作良好方式.....	25
(四) 效果：带动零售商毛利率提升，高性价比建立竞争优势.....	26
(五) 上限：自有品牌商品占比仍存上限，目前我国仍有较大发展空间.....	26
<b>四、相关公司及投资建议</b> .....	<b>27</b>
(一) 阿里巴巴：我国最大的电商零售网站.....	27
(二) 京东：我国第二大电商零售商.....	28
(三) 网易：较早直接对接供应商的电商平台.....	29
(四) 永辉：深耕生鲜并积极扩张的商超龙头.....	29
(五) 家家悦：立足山东东部的区域性商超龙头.....	30
<b>五、风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1：2010 年来我国社会消费品零售总额及其增速.....	6
图 2：2010 年来我国城乡社会消费品零售总额及其增速.....	6
图 3：2010 年来我国百家大型零售企业零售额同比增速.....	6
图 4：2015 年来我国实物商品网上零售额及其增速.....	7
图 5：我国快速消费品整体及线下销量增速.....	7
图 6：沃尔玛自有品牌惠宜示意图.....	8
图 7：京东京造店铺示意图.....	8
图 8：网易电子商务营收及其增速.....	8
图 9：小米 IOT 及生活消费产品业务收入及其增速.....	8
图 10：迪卡侬与耐克的棉袜售价.....	9
图 11：亚马逊自有品牌及其他品牌五号电池价格情况.....	9

图 12: 自有品牌商品价格较品牌商商品更低 .....	9
图 13: 2016 年上半年我国部分超市自有品牌毛利率概况 .....	9
图 14: 产品仍然是维系消费者品牌忠诚度的主要原因 .....	10
图 15: 提供一贯优质的产品服务是主要的忠诚激励因素 .....	10
图 16: 消费者对品牌的忠诚程度 .....	11
图 17: 消费者更换品牌的行为的推动因素 .....	11
图 18: 全球零售商自有品牌市占率情况 .....	11
图 19: 分地域零售商自有品牌市占率情况 .....	11
图 20: 2013 年全球部分国家零售商自有品牌市占率情况 .....	12
图 21: 2017 年西班牙前十大零售商市场占有率估计 .....	12
图 22: 2017 年英国前十大零售商市场占有率估计 .....	12
图 23: 2017 年德国前十大零售商市占率估计 .....	13
图 24: 2017 年法国前十大零售商市占率估计 .....	13
图 25: 2017 年荷兰前十大零售商市占率估计 .....	13
图 26: 2017 年美国前十大零售商市占率估计 .....	13
图 27: 2017 年意大利前十大零售商市占率估计 .....	13
图 28: 2017 年中国前十大零售商市占率估计 .....	14
图 29: 2017 年自有品牌市占率与前十大零售商市占率散点图 .....	14
图 30: 2017 年自有品牌市占率与前十大零售商市占率拟合图 .....	14
图 31: 全球典型零售商自有品牌销售额占比 .....	15
图 32: 7-11 中国店铺顾客目标商品排名 .....	15
图 33: 7-11 店铺分品类商品销售额占比 .....	15
图 34: 7&i 自有品牌典型商品示意图 .....	16
图 35: 7&i 自有品牌商品定位 .....	16
图 36: 7&i 自有品牌商品开发流程示意图 .....	16
图 37: SevenPremium 销售额不断提升并贡献增量 .....	17
图 38: SevenPremium 占比提升并带动店均销售 .....	17
图 39: 亚马逊分业务营业收入情况 (亿美元) .....	17
图 40: 亚马逊分业务营业收入同比增长情况 .....	17
图 41: 亚马逊自有品牌分品类商品数量 .....	18
图 42: 亚马逊自有品牌商品数量前十品牌 .....	18
图 43: 2017 年亚马逊部分自有品牌分品类销售额 .....	18
图 44: 2017 年亚马逊自有品牌销售额占比 .....	18
图 45: 2017 年上半年亚马逊部分自有品牌分品牌销售额 .....	19
图 46: 2017 年上半年亚马逊部分自有品牌销售额增速 .....	19
图 47: 亚马逊自有品牌销售额及预测 .....	19
图 48: 2017 年我国网络零售市场格局情况 .....	20
图 49: 2018 年第三季度我国网络零售 B2C 市场格局 .....	20
图 50: 我国零售十强销售额及其增速 .....	20
图 51: 我国零售十强社零比例及其增速 .....	20
图 52: 美国自有品牌市占率在经济衰退期中较快扩张 .....	21
图 53: 中国人均实际 GDP 增长率预测 .....	21
图 54: 2018 年欧洲部分品类自有品牌市占率 .....	22
图 55: 2017 年美国部分品类自有品牌销售额 .....	22
图 56: 部分快消品行业品类特性 .....	23

图 57: 我国生鲜产品市场份额 .....	24
图 58: 我国生鲜电商市场份额及其渗透率 .....	24
图 59: 阿里巴巴盒马鲜生店铺内景示意图 .....	24
图 60: 永辉超市超级物种自营产品示意图 .....	24
图 61: 沃尔玛自有品牌惠宜 SKU .....	25
图 62: 南方阿尔迪德国总收入情况 .....	25
图 63: 盒马鲜生日日鲜鲜牛奶示意图 .....	26
图 64: 开润股份分业务类型收入及其增长 .....	26
图 65: 消费者是否会专门为自有品牌而购物 .....	27
图 66: 自有品牌不同占比下消费者的忠诚度示意图 .....	27
图 67: 阿里巴巴年度活跃用户数量及其增长 .....	28
图 68: 阿里巴巴分季度营收净利及其增长 .....	28
图 69: 京东年度活跃用户数量 .....	29
图 70: 京东营业收入、营业利润及其增长 .....	29
图 71: 网易分业务收入情况 (百万元) .....	29
图 72: 网易电子商务业务营收及其增长 .....	29
图 73: 永辉超市分地区营业收入 (百万元) .....	30
图 74: 永辉超市分品类营业收入 (百万元) .....	30
图 75: 家家悦分品类营业收入 (百万元) .....	31
图 76: 家家悦自有品牌营收及占零售业务比率情况 .....	31
表 1: 自有品牌占比提升对利润率的影响估计 .....	26

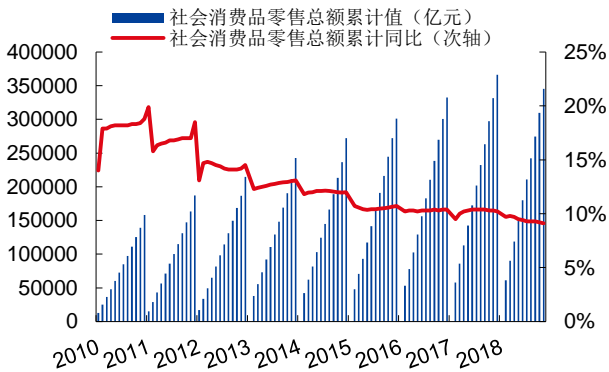
## 一、我国零售趋向存量竞争，有限忠诚为自有品牌提供契机

### （一）零售现状：整体零售稳步增长，线上保持较快增速

2010 年来，我国整体零售增速随零售总额的不不断提升而有所放缓，但仍保持稳步增长。2017 年社会消费品零售总额累计增长 10.2%，增速较 2010 年的 18.8% 有所放缓，但 2017 年的社零总额达 36.6 万亿元，约为 2010 年社零 15.8 万亿元的 2.32 倍。2018 年 1 至 11 月，社会消费品零售总额累计增长 9.1%，社会消费品零售保持稳步增长。

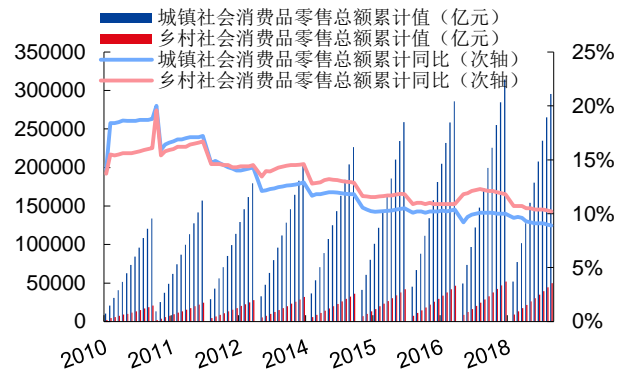
分城乡看，2013 年以来，我国乡村社零增速持续高于城镇社零增速。2013 年至 2017 年，我国乡村社零年复合增速约为 13.0%，高于城镇社零年复合增速 11.6%。2018 年 1 至 11 月，我国乡村社零、城镇社零别分累计增长 10.2%、8.9%。2018 年 1 至 11 月，我国乡村社零、城镇社零分别占比 14.4%、85.6%，城镇仍然为主要消费群体。

图 1：2010 年来我国社会消费品零售总额及其增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

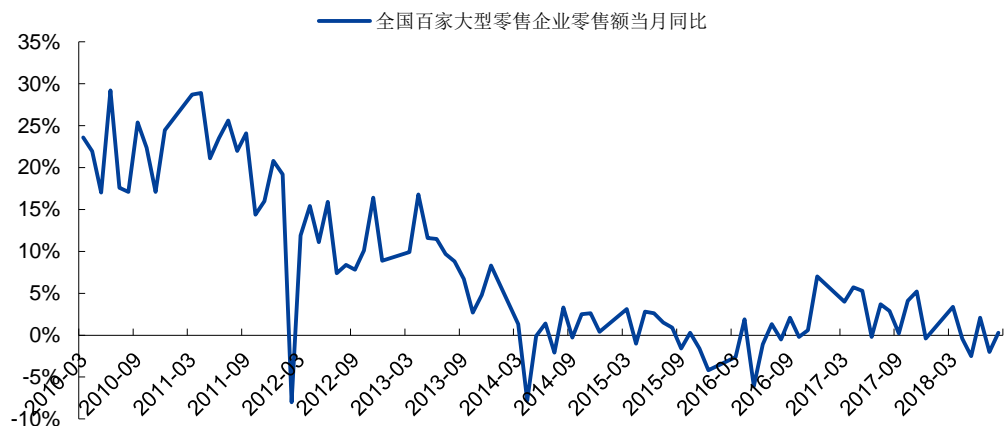
图 2：2010 年来我国城乡社会消费品零售总额及其增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

全国百家大型零售企业零售额增速随规模的不断增大而逐步下滑。2010 年来，全国百家大型零售企业零售额同比增速已由 20%+ 逐步降低。2014 年末至 2016 年百家大型零售企业零售额增长基本停滞，增速在 -5% 至 5% 之间波动。2017 年起，百家零售企业零售额增速有所回暖，但 2018 年 6 月起，零售增长重新停滞。

图 3：2010 年来我国百家大型零售企业零售额同比增速



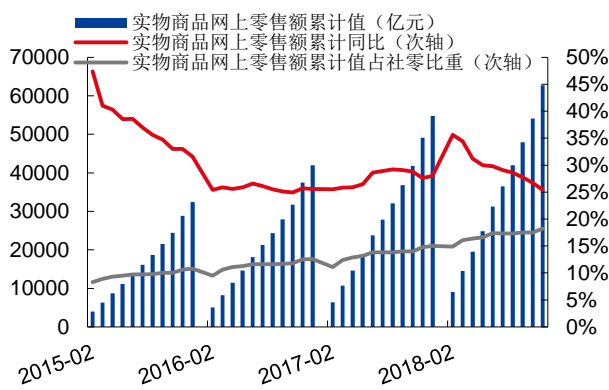
资料来源: Wind, 中华全国商业信息中心, 华金证券研究所

线上渠道方面,我国实物商品网上零售继续保持较快增长。2015年至2017年,我国实物商品网上零售年复合增速约为30%,明显高于该时段整体社零10.3%的年复合增速。2018年1至11月,实物商品网上零售额达6.27万亿元,同比增长25.4%,占比已达社零总额的18.2%。

线下渠道方面,我国快速消费品销量数据显示,2014年至2017年,我国快消品销量增长停滞,线下渠道表现略次于线上渠道。2014年至2017年,我国快消品整体销量增速分别为0.2%、-0.9%、0.6%、0.2%,而同期线下渠道销量增速均为负值,分别为-0.4%、-1.7%、-0.5%、-0.7%。

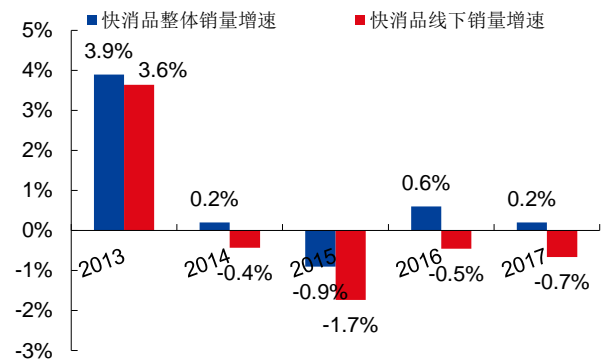
整体来看,我国零售业正逐步趋向于存量竞争,商品性价比及差异化将成为零售商重要考量。零售商向上游整合成为方向之一。

图4: 2015年来我国实物商品网上零售额及其增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图5: 我国快速消费品整体及线下销量增速



资料来源: 搜狐网, 贝恩&凯度, 华金证券研究所

## (二) 自有品牌: 零售商自有品牌逐步培育, 略去中间环节建立优势

### 1. 自有品牌逐步培育, 零售商涉足品牌建设

零售商自有品牌是由零售商自行培育的品牌,是零售商略去品牌商,直接与供应商合作的方式之一,是零售商对供应链资源的向上整合的方法之一。

通常零售商将自有品牌的产品外包给合格的制造商进行贴牌生产,一般价格略低于其他品牌的同类产品。其产品品类往往涵盖了食品、日用品、服装和家电等多个领域。

零售商自有品牌是数年来发展趋势。如沃尔玛中国区自有品牌发展迅速,价格保持较同质的品牌商品低30%左右,并且有信心做到接近20%的渗透率。截止今年8月,家乐福中国区自有品牌近200个,集团计划2022年自有品牌营业额占比达三分之一。

目前线上平台也开始培育自有品牌。如网易严选、淘宝心选、京东京造、小米有品等。网易严选是网易的自营电商品牌,2016年4月正式面世,是国内较早的ODM模式电商,网易严选通过ODM模式与国内外知名品牌制造商对接,略去品牌溢价及中间环节,性价比较高。淘宝心选是

阿里巴巴推出的自有品牌之一，通过大数据整合供给资源及消费需求，目前覆盖居家、洗护、等类目。京东京造是京东自有生活家居自有品牌之一，建立于 2018 年 1 月，通过与京东大数据、与全球一流制造商合作，确保品质与成本优化。

图 6：沃尔玛自有品牌惠宜示意图



资料来源：百度，华金证券研究所

图 7：京东京造店铺示意图



资料来源：京东官网，2018 年 10 月 24 日，华金证券研究所

随着零售商自有品牌逐步积累，品牌品质逐步被消费者接受。

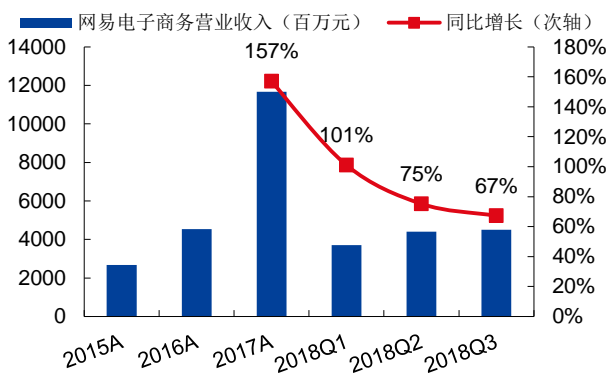
目前来看，部分线上零售商自有品牌逐步形成规模，且正处于快速发展时期。

包含网易考拉与网易严选的网易电子商务业务收入规模不断提升，并于 2017 年实现 157% 的同比增长至 116.7 亿元。而 2018 年前三季度该业务同比增速分别为 101%、75%、67%，2018 年，网易严选 GMV 目标为 200 亿元。

包含小米有品的小米 IoT 及生活消费产品业务收入较快增长，与 2017 年实现 89% 的同比增长至 234.48 亿元，并于 2018 前三季度继续取得 85%、104%、90% 的同比增长。

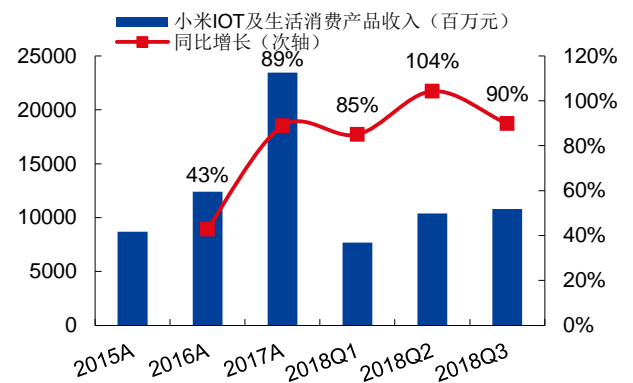
淘宝心选 2017 年 5~6 月的试运营取得 150 万元销售额，而目前已布局线下淘宝心选店以及店中店。京东京造 2018 年 1 月上线，另于 8 月 22 日推出八享时、初然之爱等多个自有品牌，完善自有品牌矩阵。

图 8：网易电子商务营收及其增速



资料来源：网易公司公告，华金证券研究所

图 9：小米 IOT 及生活消费产品业务收入及其增速



资料来源：小米集团公司公告，华金证券研究所

## 2. 自有品牌略去中间环节，建立性价比优势



零售商自有品牌略去品牌商这一中间环节，加价倍率进一步降低。

若去除品牌商，品牌商溢价可在制造商、零售商、消费者之间重新分配，从而部分提升制造商、零售商毛利率，并降低最终产品加价倍率。

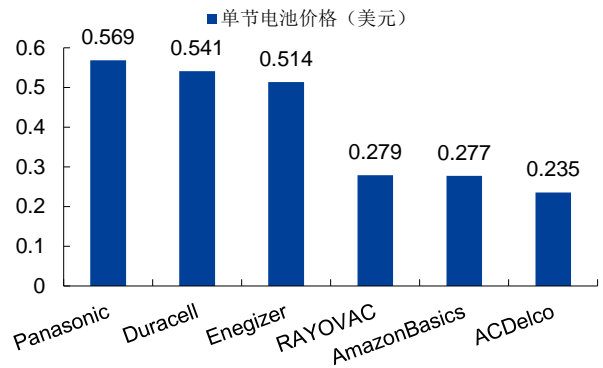
家乐福自有品牌产品较同类商品便宜约 20%。沃尔玛惠宜品牌价格较同质商品低 30%左右。迪卡侬单双袜售价约 19.9 元，耐克单双袜售价 26.3 元，耐克价格较迪卡侬高 32%。另外亚马逊自有品牌五号电池价格也较主流品牌价格明显更低，约较 Energizer 低约 40%。

图 10：迪卡侬与耐克的棉袜售价



资料来源：迪卡侬官网，耐克天猫旗舰店，2018/10/23，华金证券研究所

图 11：亚马逊自有品牌及其他品牌五号电池价格情况



资料来源：亚马逊，2018 年 11 月 20 日，华金证券研究所

零售商自有品牌价格更低并不是上述公司单独的现象。典型欧洲国家中，略去中间商环节后，自有品牌商品价格较品牌商商品价格低约 29%，而在美国则低 19%。据 IRI，2017 年在英国、德国、法国、意大利、西班牙、荷兰、希腊，自有品牌商品价格分别约为品牌商商品价格的 78.1%、63.5%、61.3%、83.7%、74.9%、65.9%、67.2%。平均而言自有品牌商品价格较品牌商商品价格低约 29%。而在美国，自有品牌商品价格约为品牌商商品的 81.1%。

零售商自有品牌在保持更低的价格的同时仍可获得更高的毛利率。据商业经济研究，一般而言，零售商自有品牌比制造商品牌的毛利率高出 20%~30%。据 Journal of Marketing，2008 年自有品牌平均毛利率达 33.8%，较该年度美股上市的杂类零售商毛利率 24.8%高出约 9 个百分点（约 36%）。另据中国连锁经营协会的调查，2016 年我国超市自有品牌仍处于起步阶段，但已有部分企业从自有品牌中获益，70%以上被调查企业自有品牌毛利率高于 25%，已较 SW 超市的整体毛利率（约 21%）更高。

图 12：自有品牌商品价格较品牌商商品更低

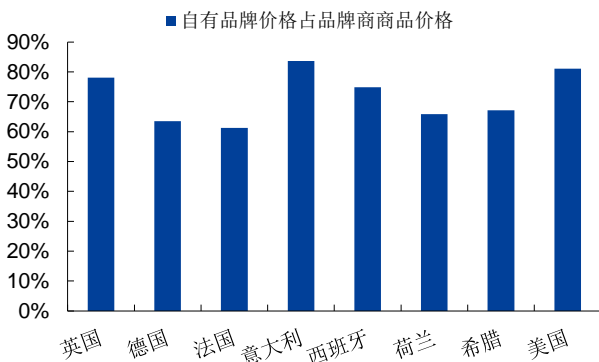
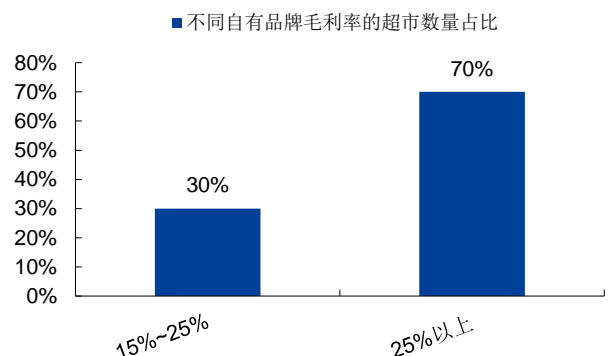


图 13：2016 年上半年我国部分超市自有品牌毛利率概况



资料来源：IRI，华金证券研究所

资料来源：中国连锁经营协会，华金证券研究所

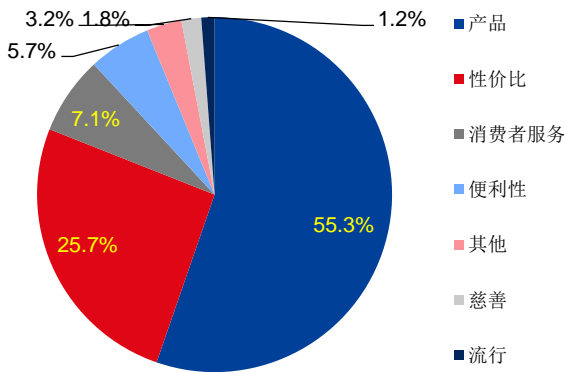
注：横轴为毛利率情况，数据标注为占比情况

### （三）品牌消费：品牌产品是品牌忠诚的原因，有限忠诚为自有品牌提供契机

消费者的品牌忠诚度是品牌消费的重要话题，维系消费者的品牌忠诚度是品牌所需要考虑的重要部分。就目前来看，消费者的品牌忠诚度与上年度保持类似水平。据大风号，Yotpo 调查数据显示，90.2%的消费者表示他们与一年前一样或更具有品牌忠诚度。

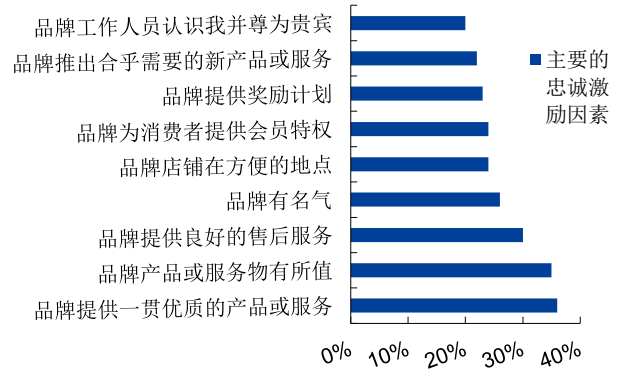
维系消费者品牌忠诚度的重要原因仍然是产品。Yotpo 调查显示，55.3%的消费者延续品牌忠诚度的原因在于喜欢品牌的产品，同时 51.3%的消费者表示糟糕的产品质量时品牌失去忠诚客户的主要原因。Epsilon 调查显示，品牌提供优质的产品和服务、物有所值、良好的售后分别是消费者积累品牌忠诚的前三大原因，赞成者分别达 36%、35%与 30%。

图 14：产品仍然是维系消费者品牌忠诚度的主要原因



资料来源：Yotpo，华金证券研究所

图 15：提供一贯优质的产品服务是主要的忠诚激励因素



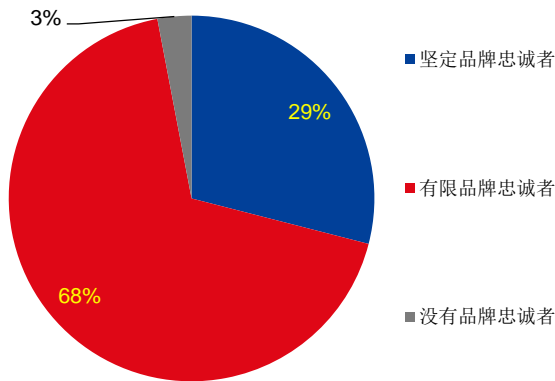
资料来源：Epsilon，华金证券研究所

在美国，多数品牌忠诚的消费者的品牌忠诚是有限且可变的，同时消费者更换品牌的最主要原因是商品的价格。据 Maritz 调查，29%的消费者是坚定的品牌忠诚者，只购买自己最喜欢的品牌产品。68%的消费者有些品牌忠诚度，但忠诚度会受竞争品牌的影响而变化。无论对坚定品牌忠诚者或是有限品牌忠诚者，商品或服务的价格是消费者更换品牌的最主要因素。受价格因素影响而更换品牌的消费者分别占上述两类消费人群的 41%与 57%。

中国的时尚服饰行业中，80、90 后以开始更愿意尝试小众或新品牌。据华丽志，目前 80、90 后中 54.9%的消费者更愿意尝试新品牌，49%的消费者不在意品牌而更重款式和材质。

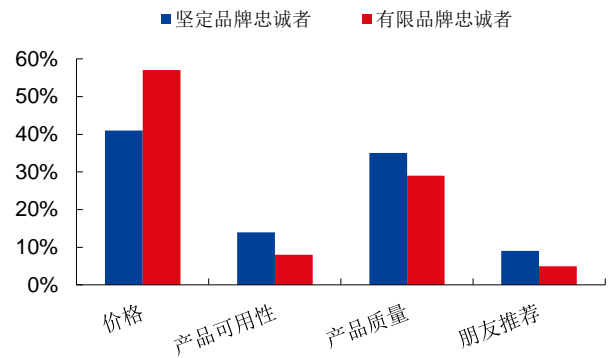
新进入消费者愿意尝试新品牌，且价格是消费者更换品牌的重要因素，使具有性价比优势的零售商自有品牌获得发展契机。

图 16: 消费者对品牌的忠诚程度



资料来源: Maritz & Wise Marketer, 华金证券研究所

图 17: 消费者更换品牌的行为的推动因素



资料来源: Maritz & Wise Marketer, 华金证券研究所

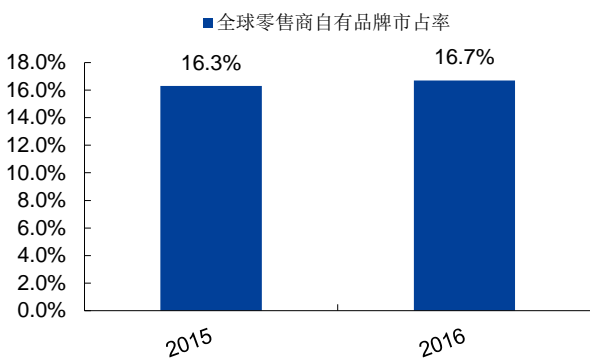
## 二、海外自有品牌发展良好，集中度支撑自有品牌渗透率

### (一) 海外现状：海外自有品牌发展良好，不同区域仍有较大差异

随着零售商店铺的持续扩张，购物者有越来越多的机会接触零售商自有品牌。目前来看，零售商自有品牌在全球的零售份额中占比并不大，但所占份额正逐步提升。据尼尔森，2016 年全球零售商自有品牌市占率已达 16.7%，较 2015 年的 16.3% 稳步提升。

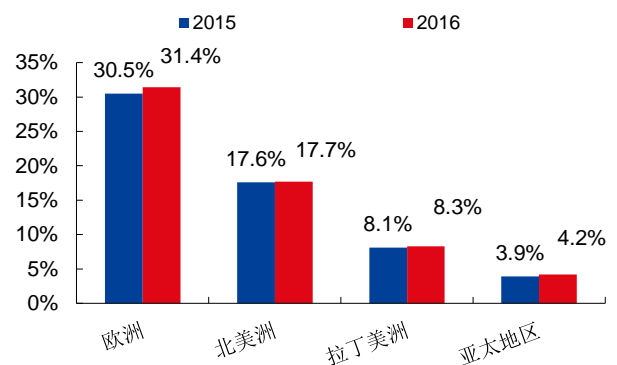
分地域看，欧洲是零售商自有品牌渗透率最高的地域，北美其次，亚太地区的零售商自有品牌有较大发展空间。2016 年，欧洲零售商自有品牌市占率约为 31.4%，自有品牌市占率全球领先。北美洲以 17.7% 的零售商自有品牌市占率位居第二。拉丁美洲、亚太地区的自有品牌市占率分别为 8.3% 与 4.2%，较全球平均水平有较大差距，零售商自有品牌仍有较大发展空间。

图 18: 全球零售商自有品牌市占率情况



资料来源: 网易号, 尼尔森, 华金证券研究所

图 19: 分地域零售商自有品牌市占率情况

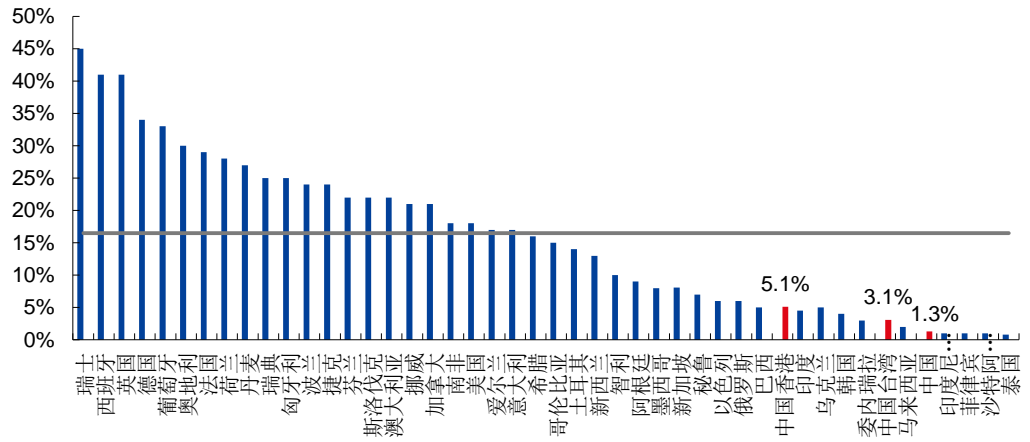


资料来源: 网易号, 尼尔森, 华金证券研究所

分国别看，据尼尔森，2013 年西欧发达国家零售商自有品牌市占率最高，最高接近 45%。北美其次，加拿大与美国的零售商自有品牌渗透率均约为 18%。亚太地区中，大洋洲的澳大利亚及新西兰自有品牌市占率最高，分别约为 21%、13%。邻国印度自有品牌市占率约 4.5%，中国大陆

自有品牌市占率仅 1.3%，仍有较大提升空间。整体来看，不同经济区域的零售商自有品牌市占率仍有较大差异。

图 20：2013 年全球部分国家零售商自有品牌市占率情况



资料来源：尼尔森，华金证券研究所

注：大部分国家和地区为 2013 年数据，少数国家和地区为 2014 年数据。红色为中国。灰色线为 2013 年世界平均水平 16.5%。

## （二）具体原因：各国零售行业集中度是零售商自有品牌市占率的支撑

零售商自有品牌市占率与零售市场集中度有直接的关系。零售市场集中度越高，头部零售商对区域资源的整合能力越强，越能够通过零售品牌的认可度以及规模优势推广自身的自有品牌，并在高集中度的带动下取得较高的市占率。零售市场集中度则与国土面积、仓储物流成本以及经济政策等因素有关。

我们统计了西班牙、英国、法国、德国、荷兰、意大利、美国和中国的前十大零售商市占率情况，以体现各国零售市场集中度，并试图探究自有品牌发展程度与市场集中度之间的关系。

西班牙与英国是西欧国家中零售商自有品牌市占率最高的两个国家，分别约为 43%与 53%。它们的前十大零售商市场占全国消费品零售比例均较高，分别约 33%与 44%。

图 21：2017 年西班牙前十大零售商市场占有率估计

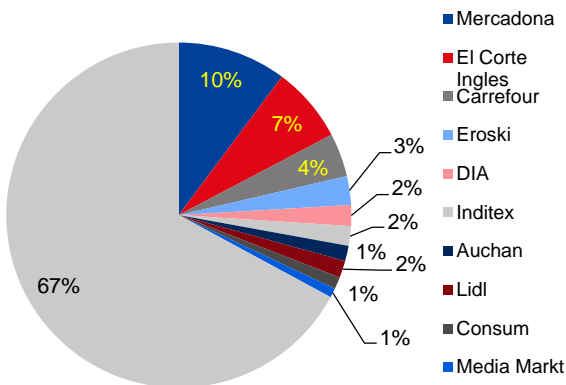
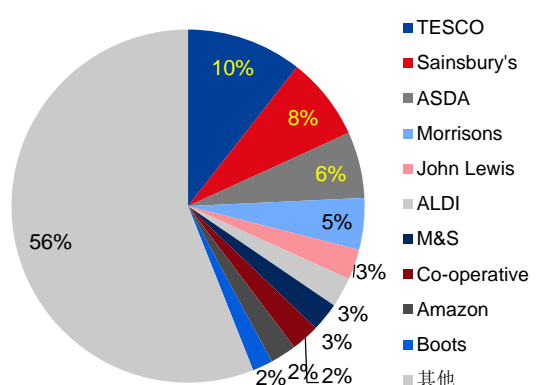


图 22：2017 年英国前十大零售商市场占有率估计

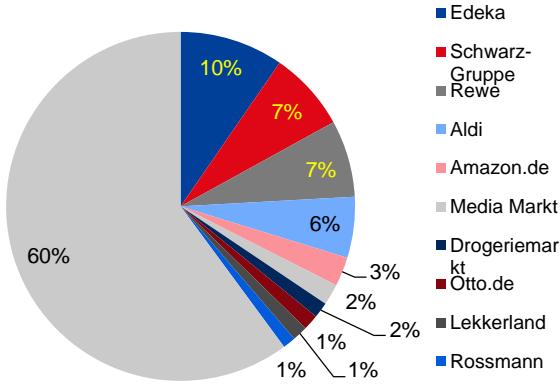


资料来源: Retail-Index, Statista, 华金证券研究所

资料来源: Retail Economics, 华金证券研究所

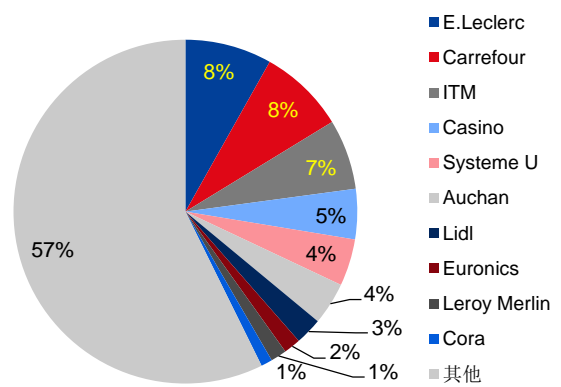
紧随其后的是德国、法国、荷兰。它们的自有品牌市占率约为 33%、41%与 29%。与此同时它们各自的前十大零售商市占率分别为 40%、43%与 35%，龙头企业明显占据较大的市场份额。

图 23: 2017 年德国前十大零售商市占率估计



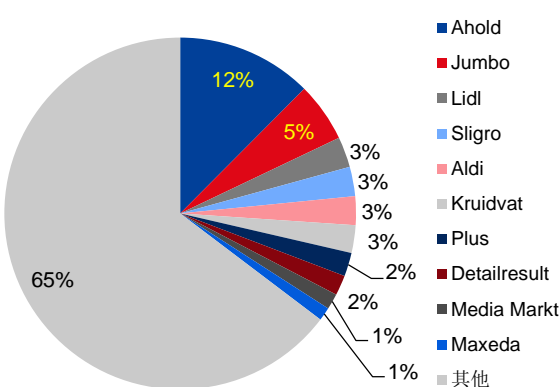
资料来源: Retail-Index, Statista, 华金证券研究所

图 24: 2017 年法国前十大零售商市占率估计



资料来源: Retail-Index, Statista, 华金证券研究所

图 25: 2017 年荷兰前十大零售商市占率估计



资料来源: Retail-Index, Statista, 华金证券研究所

美国的前十大零售商市占率约为 22%，南欧的意大利前十大零售商市占率仅约 21%。零售市场集中度较之前的西欧国家明显降低。因此意大利与美国的零售商自有品牌市占率也较西欧国家明显降低，分别约 18%、15%。目前我国的零售行业仍处于全国化过程中，前十大零售商市占率约为 12%，仅支撑了自有品牌约 4%的市占率。

图 26: 2017 年美国前十大零售商市占率估计

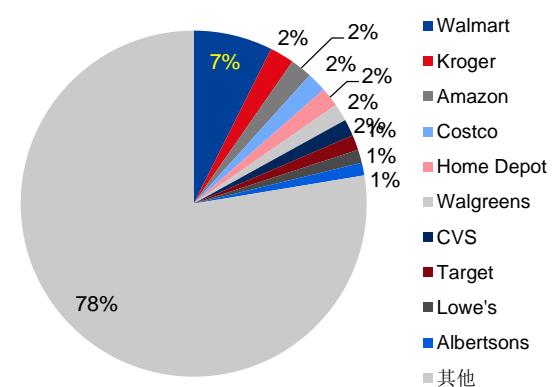
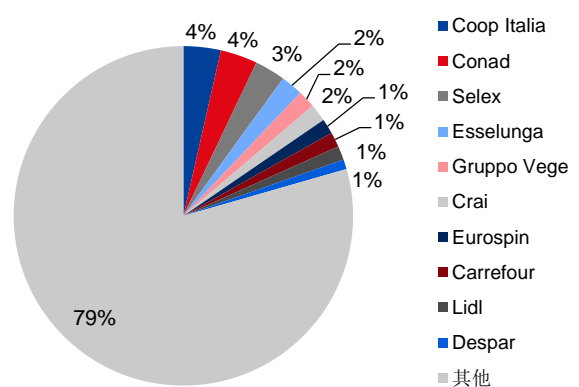


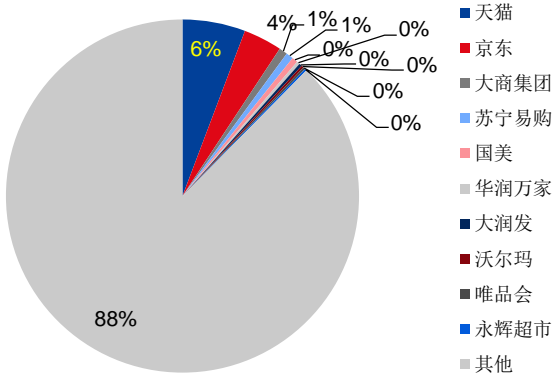
图 27: 2017 年意大利前十大零售商市占率估计



资料来源: STORES, Kantar, US Census Bureau, 华金证券研究所

资料来源: Retail-Index, Statista, 华金证券研究所

图 28: 2017 年中国前十大零售商业市占率估计



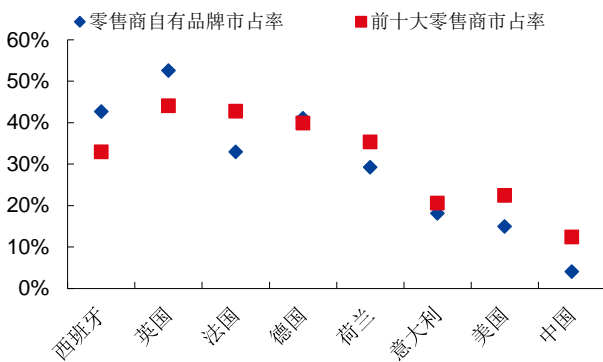
资料来源: 中华商业联合会, 中华全国商业信息中心, 国家统计局, 华金证券研究所

若将上述八大国家的零售商自有品牌市占率与前十大零售商业市占率进行统计, 不难发现:

(1) 零售商自有品牌市占率与前十大零售商业市占率呈现明显的正相关关系, 零售商集中度越高, 头部零售商资源整合能力越强, 品牌信誉度越高, 越能够提供并有效销售零售商自有品牌相关产品。

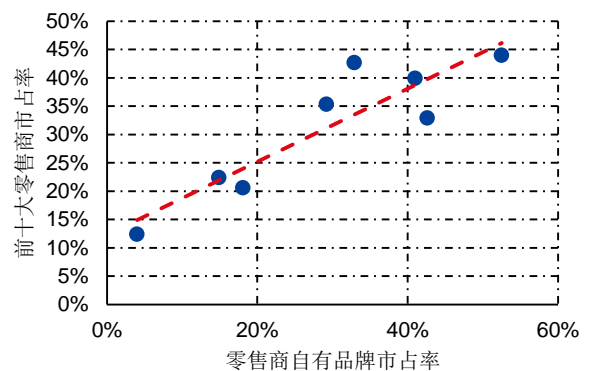
(2) 就我国而言, 零售商自有品牌市占率仍然较低, 随着头部零售商全国化更进一步, 零售集中度不断提升, 零售商的资源整合能力及品牌信誉继续强化, 零售商自有品牌市占率有望在未来逐步提升至接近美国和意大利的水平。

图 29: 2017 年自有品牌市占率与前十大零售商业市占率散点图



资料来源: Retail-Index, Statista, Retail Economics, STORES, Kantar, US Census Bureau, IRI, 中华商业联合会, 中华全国商业信息中心, 国家统计局, 华金证券研究所

图 30: 2017 年自有品牌市占率与前十大零售商业市占率拟合图



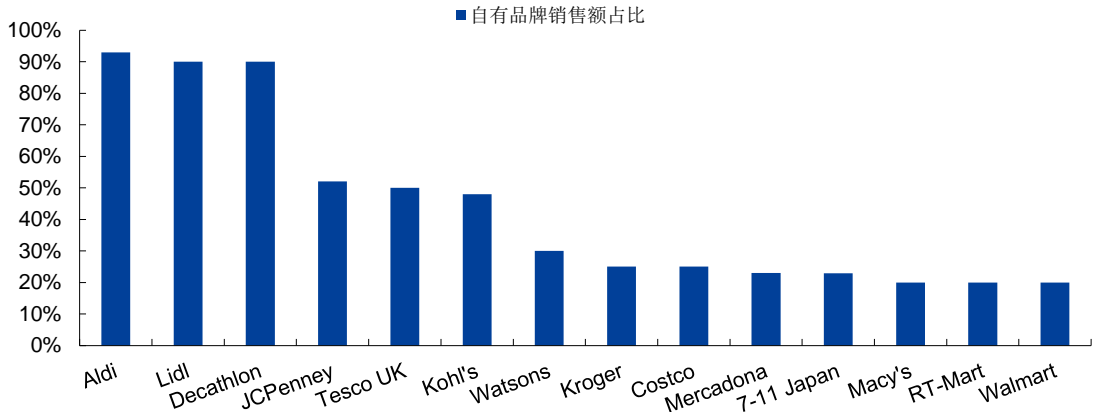
### (三) 典型公司: 7-11 自有品牌推动增长, 亚马逊自有品牌预计快速发展

从典型公司来看, 典型零售商自有品牌销售额占比不低于 20%, 占比最高可达 90%以上。

其中自有品牌占比最高的是折扣连锁店。折扣连锁店主打性价比，自有品牌通过省略品牌商中间环节，零售商直接与供应商合作，降低加价倍率，保证核心竞争力。其中，Aldi 与 Lidl，自有品牌销售额占比超过 90%。

其次是百货商店，部分百货商店通过加大自有商品占有率，强化商品差异化比例，从而提高竞争力。其中，JC Penney、Kohl's、Tesco UK 的自有品牌销售占比约 50%，而 Kroger、Costco、Mercadona、Seven-Eleven Japan、Macy's 的自有品牌销售占比约 20%~25%。

图 31：全球典型零售商自有品牌销售额占比



资料来源：凯度，SeattleBusiness，SunTrust，7&i 公告，搜狐网，百家号，华金证券研究所

### 1.7-11 自有品牌定位优质低价，贡献 08 至 15 年近半增量

7-11 是著名的日本连锁便利店品牌，有效满足了消费者的便利性餐饮需求，并树立了独特的品类形象，驱动消费者重复进店购买。据德勤，7-11 中国调查显示，消费者进店购买的核心品类是店内料理、酸奶牛奶、饮料、好炖以及饭团寿司等食品饮料商品。并且快餐食品、加工食品分别占据 7-11 店铺销售额的 42.9%、31.8%。

餐食品类为店铺贡献了重要的销售额，且由于餐饮的引流能力较强，餐食品类带动连带率提升。据德勤，速食品类的商品在驱使消费者购物的促进了零食、饮料等商品的顺带购买。7-11 中国调查数据显示，零食、饮料、酸奶牛奶、日用品、促销商品是前五大顾客顺带购买的商品品类。

图 32：7-11 中国店铺顾客目标商品排名

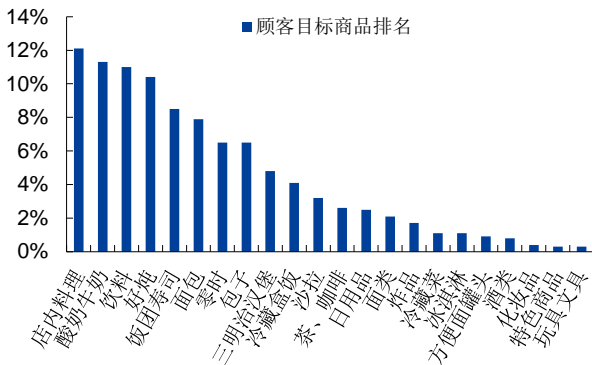
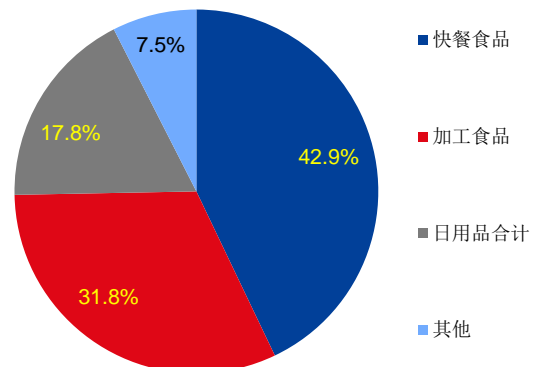


图 33：7-11 店铺分品类商品销售额占比



资料来源：德勤，7-11 中国，华金证券研究所

资料来源：德勤，7-11 中国，华金证券研究所

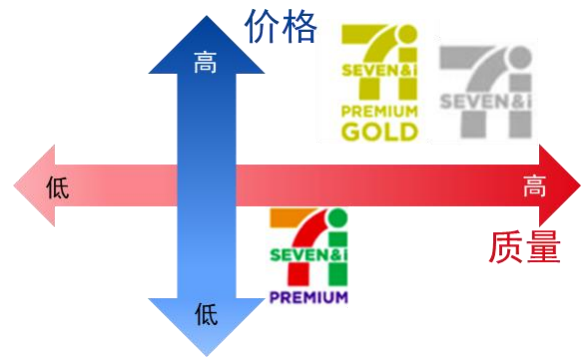
7-11 于 2006 年加入 7&i 控股集团，并于 2007 年推出自有品牌 SevenPremium，切入食品饮料、日化品类等 7-11 销售额占比较高的市场。7&i 拥有较为完善的商品开发流程，并深度介入供应链整合，专用工厂占比超过 92%，保证了生产质量并降低中间环节。SevenPremium 提供了优质低价的商品，赢得了消费者青睐。

图 34：7&i 自有品牌典型商品示意图



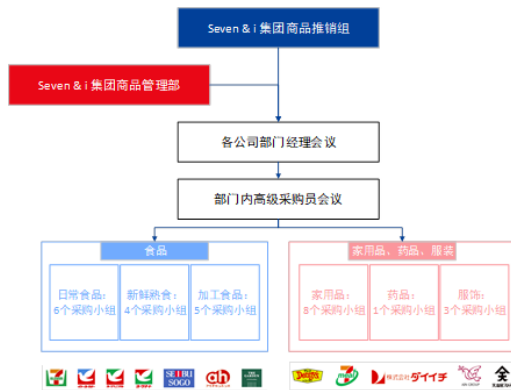
资料来源：7&i 公告，华金证券研究所

图 35：7&i 自有品牌商品定位



资料来源：7&i 公告，华金证券研究所

图 36：7&i 自有品牌商品开发流程示意图



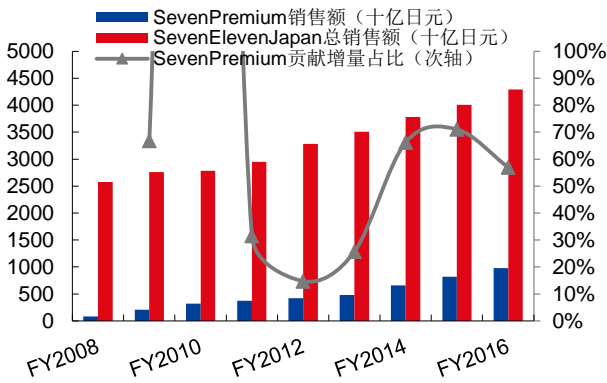
资料来源：7&i 公告，华金证券研究所

SevenPremium 受到了消费者欢迎。品牌推出之后，为 SevenElevenJapan 贡献了大量的销售额增量。自 2007 年自有品牌创立后至 2015 年（剔除 2010 财年的异常值），SevenPremium 产生的销售额增量平均占 SevenElevenJapan 总销售额增量的约 47.6%。

金融危机后，凭借自有的 SevenPremium 品牌，SevenElevenJapan 店均销售额成功重回增长态势，并随着 SevenPremium 销售额占比不断提升，店均销售存在波动上升的趋势。2017 年，SevenElevenJapan 店铺数量已超 2 万家，约为 2004 年的两倍。在快速拓店的过程中，SevenPremium 带动店均收入波动提升，并于 2015 年达平均每店 2.31 亿日元，较自有品牌建立之初的 2007 年平均每店 2.14 亿日元提升 8%。



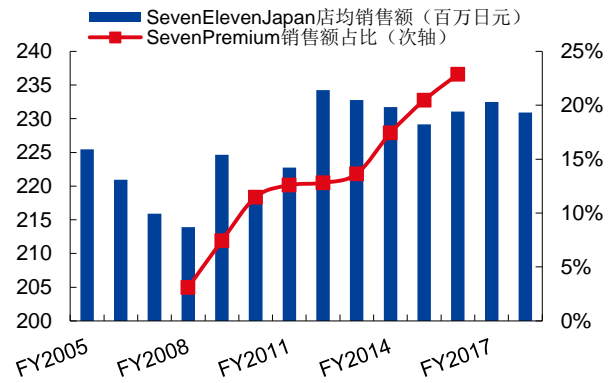
图 37: SevenPremium 销售额不断提升并贡献增量



资料来源: 7&i 公告, 华金证券研究所

注: 7&i 财年对应时间为自前一年 3 月至当年 2 月

图 38: SevenPremium 占比提升并带动店均销售



资料来源: 7&i 公告, SEJ 官网, 华金证券研究所

注: 7&i 财年对应时间为自前一年 3 月至当年 2 月, 2017、2018 年 SevenPremium 数据缺失。

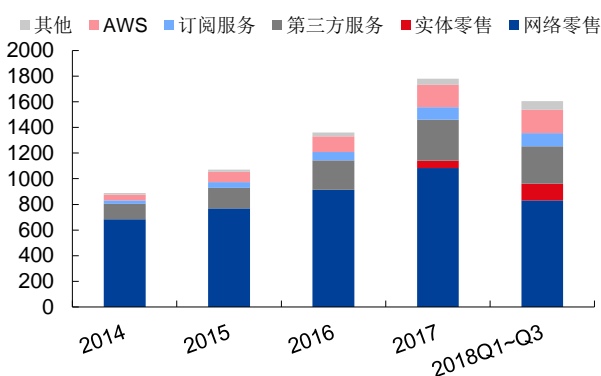
## 2. 亚马逊自有品牌逐步完善, 预计仍将较快增长

亚马逊是美国最大的电商平台公司。据 STORES, 2017 年亚马逊实现零售额 1029.6 亿美元, 位居全美零售第三名, 仅次于沃尔玛与 Kroger。在美国的零售消费品市场当中, 凭借较快增长的网络市场, 亚马逊已占据美国约 2% 的零售市场。

目前亚马逊业务仍然以网络零售为主, 新业务带动公司收入较快增长。整体来看, 2018 年前三季度, 亚马逊实现营收 1605 亿美元, 实现同比增长 36.7%。2018 年前三季度, 亚马逊网络零售营收占比仍然超 50%, 并保持 14% 的同比增速。

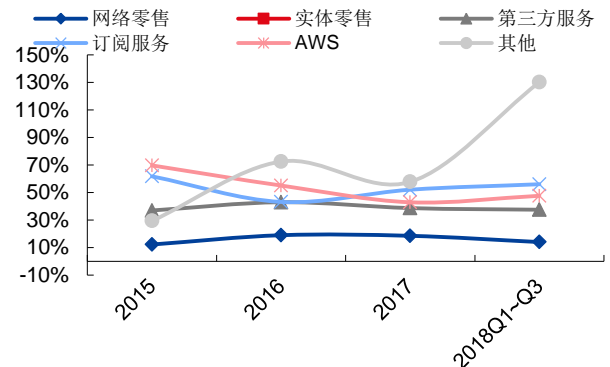
实体店布局延续, 目前营收已达 128 亿美元, 占比已达 8%, 且于 2018 年前三季度保持了逾 9 倍的同比增速。网购方面, 亚马逊会员订阅收入已达 102 亿元, 同比增长 56%, 核心会员数量增长奠定未来稳步发展基础。

图 39: 亚马逊分业务营业收入情况 (亿美元)



资料来源: 亚马逊公告, 华金证券研究所

图 40: 亚马逊分业务营业收入同比增长情况

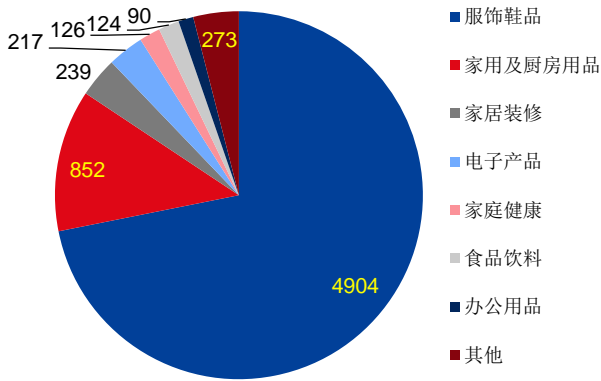


资料来源: 亚马逊公告, 华金证券研究所

2009 年亚马逊推出自有品牌以来, 亚马逊自有品牌通过积累的交易数据及市场情况, 逐步完善其品牌、品类矩阵。Coresight 数据显示, 截止今年 5 月, 亚马逊已有 74 个自有品牌, 共 6825 件商品。分品类看, 6825 件商品中, 近 71.9% 为服饰鞋品, 12.5% 为家用及厨房用品。

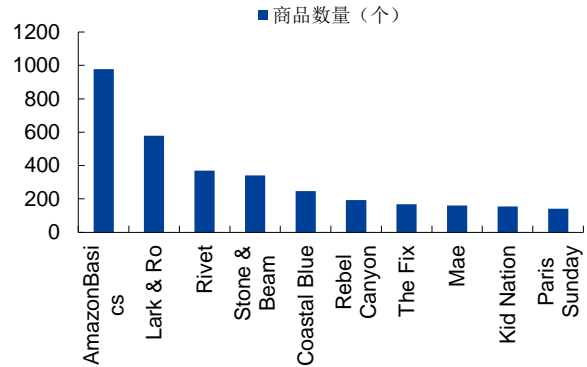
亚马逊自有品牌的服装产品涵盖数十个品牌，从 Amazon Essentials 到 Wood Paper，在 74 个品牌中有 66 个品牌都提供服饰鞋品。家用及厨用品是另一个重要品类，主要涵盖多品类品牌 AmazonBasics 的 852 种商品，以及家纺品牌 Pinzon、高级家居品牌 Rivet 和 Stone&Beam。分品牌看，AmazonBasics 是最大的自有品牌，提供 978 个商品，而大多数自有品牌商品数量不超过 100 个。

图 41：亚马逊自有品牌分品类商品数量



资料来源：Coresight，华金证券研究所

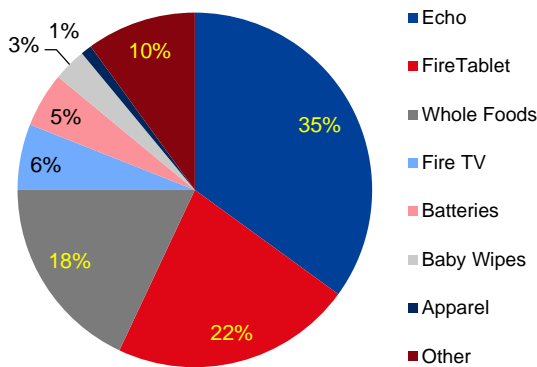
图 42：亚马逊自有品牌商品数量前十品牌



资料来源：Coresight，华金证券研究所

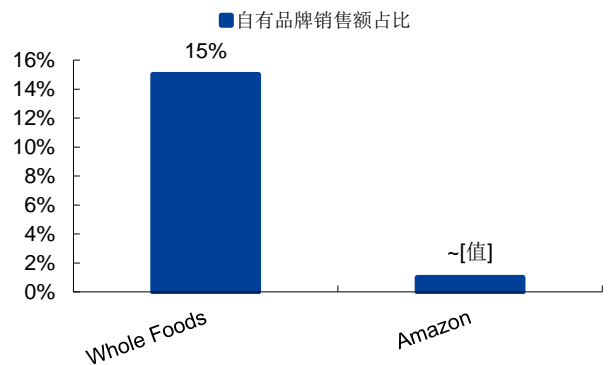
销售额方面，自营电子产品占据核心地位，销售额占比超 60%。另外食品占据 18%（第三），纸尿裤等品类开始培育。自有品牌销售占比较小。就 2017 年情况来看，亚马逊自有品牌销售额占平台销售额比例仍然较小。其中食品类自有品牌占有率较高，主要是收购的 WholeFoods 自有品牌占比约 15%。

图 43：2017 年亚马逊部分自有品牌分品类销售额



资料来源：SeattleBusiness，SunTrust，华金证券研究所

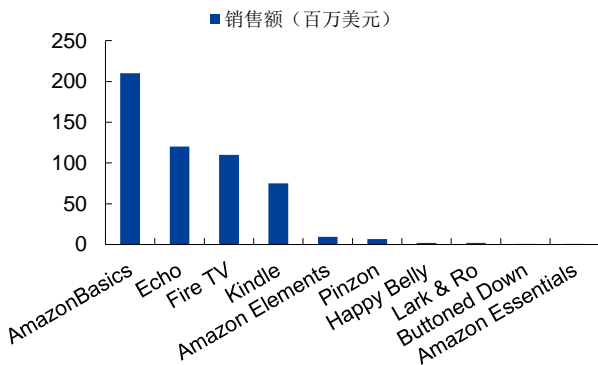
图 44：2017 年亚马逊自有品牌销售额占比



资料来源：SeattleBusiness，SunTrust，华金证券研究所

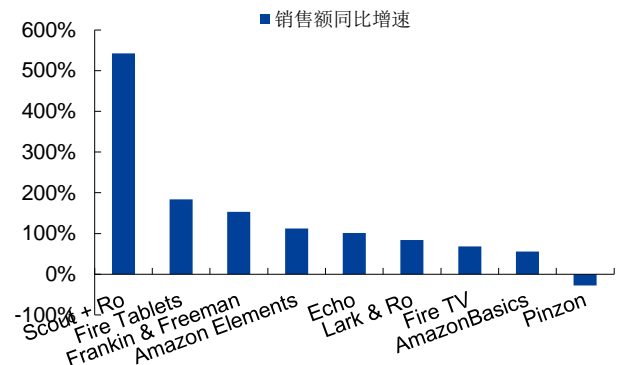
多数自有品牌品类 17 年上半年销售增速超 50%。就销售来看，亚马逊的电子产品也较受欢迎，销售额占整体自有品牌的 55%，且 Echo、Fire TV、Kindle 产品线销售额均超过 7500 万美元。2017 年上半年，Echo 的销量同比翻倍，而 Kindle Fire 的销量增长接近 3 倍。据 1010data，AmazonBasics 品牌在 2017 年 H1 销售额约 2.1 亿美元，同比增速达 56%，另有部分自有品牌品类销售增速更高。

图 45：2017 年上半年亚马逊部分自有品牌分品牌销售额



资料来源：1010data，华金证券研究所

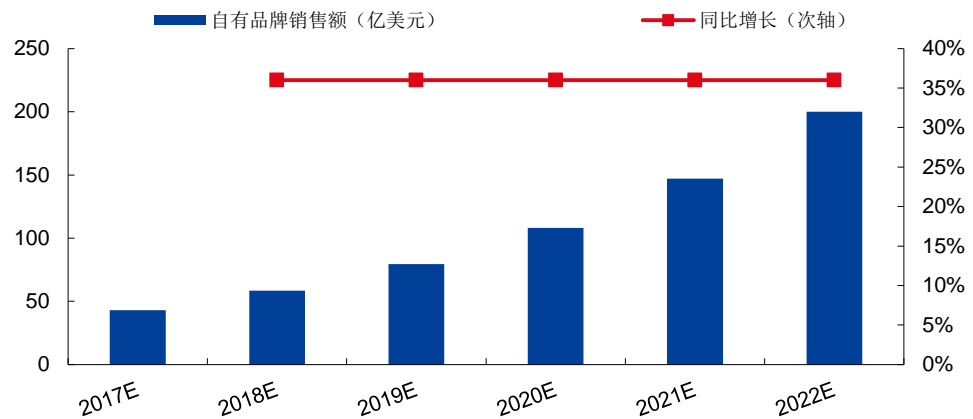
图 46：2017 年上半年亚马逊部分自有品牌销售额增速



资料来源：1010data，华金证券研究所

亚马逊自有品牌销售额仍有发展潜力较大，未来有望延续较快增长趋势。SunTrust 预计，2017 年亚马逊自有品牌销售额已达 43 亿美元，且预计将于 2022 年达约 200 亿美元，年复合增速约为 36%。

图 47：亚马逊自有品牌销售额及预测



资料来源：SeattleBusiness，SunTrust，华金证券研究所

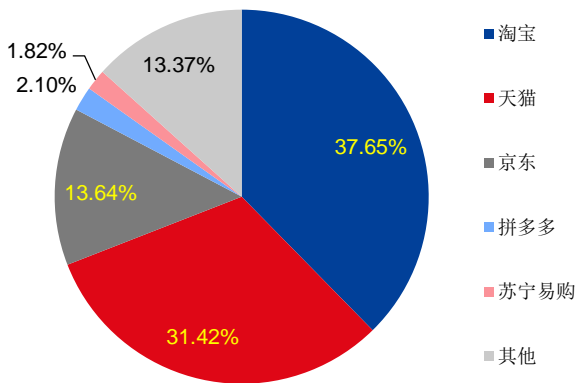
### 三、电商支撑自有品牌发展，高性价比有望建立竞争优势

#### （一）时点：电商渠道带动零售集中度上行，具备培育自有品牌的能力与动力

##### 1. 电商渠道带动零售集中度上行，具备培育自有品牌的能力与动力

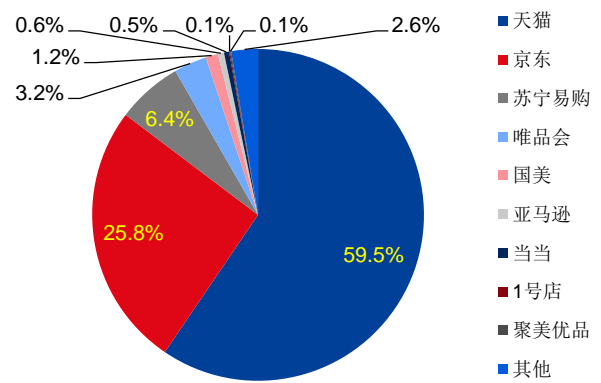
目前来看，网络购物是我国集中度较高的零售市场。2017 年，阿里阿巴旗下淘宝、天猫合计占比约为 69%，位居其后的京东占据约 13.6% 的市场份额。整体电商 CR3 大约为 83%，市场集中度较高。另在今年季度的网络零售 B2C 市场中，天猫占比约 59.5%，京东占比 25.8%。B2C 电商 CR2 大约为 85.3%，头部零售商占据绝大部分市场份额。

图 48：2017 年我国网络零售市场格局情况



资料来源：云观咨询，拼多多公告，华金证券研究所

图 49：2018 年第三季度我国网络零售 B2C 市场格局



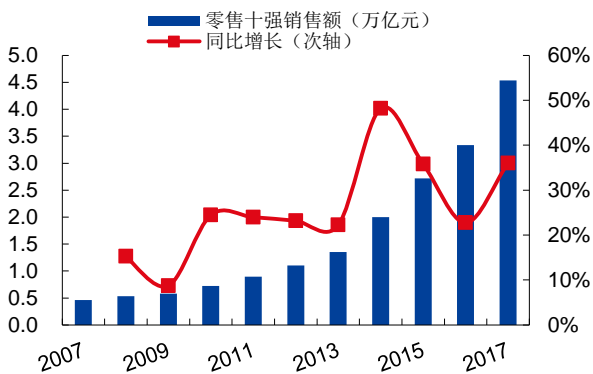
资料来源：易观，华金证券研究所

随着电商的快速发展，电商在我国零售占比逐步提升，带动我国零售集中度逐步攀升。据中国商业联合会及中华全国商业信息中心数据，我国零售前十强企业在 2007 年至 2017 年均实现了较快的规模增长，至 2017 年，零售十强合计销售额已达 4.54 万亿元，同比增长约 36%。

自 2010 年以来，零售十强占社零比率开始逐步攀升，已自 4.5% 左右提升至 12.4%。2013 年之前，我国零售前十强占社零比例在 5% 左右波动。2013 年电商行业启动较快增长后，我国零售十强占社零比例明显提升。

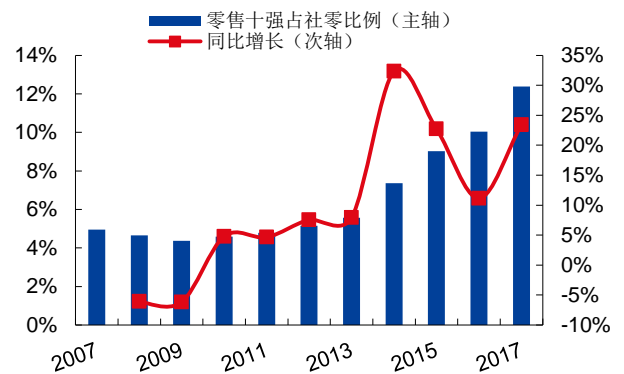
目前来看，我国零售十强占比已达 12.4%，较 2013 年增加逾一倍，零售集中度或将在电商较快增速带动下，在未来数年内提升至接近美国、意大利的水平。电商推动零售集中度提升，提升零售商资源整合能力，为培育自有品牌奠定基础。

图 50：我国零售十强销售额及其增速



资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，联商网，华金证券研究所

图 51：我国零售十强站社零比例及其增速



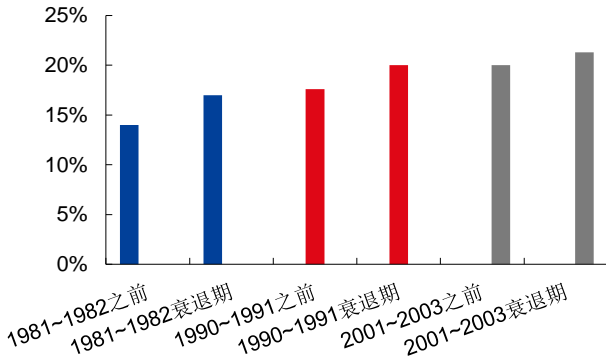
资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，联商网，华金证券研究所

## 2. 国内经济增速放缓，自有品牌或迎发展机遇

由于自有品牌具有较高的性价比，在经济增速下滑时更受消费者欢迎。据哈佛商业评论，在美国 1981~1982 年经济衰退期时，自有品牌市占率由过去平均的 14% 提升至 17%。另据 PLMA，在美国 1990~1991 年经济衰退时，自有品牌市占率由 17.6% 提升至 20%，而在 2001 年至 2003 年的衰退期中，自有品牌市占率由 20% 提升至 21.3%。

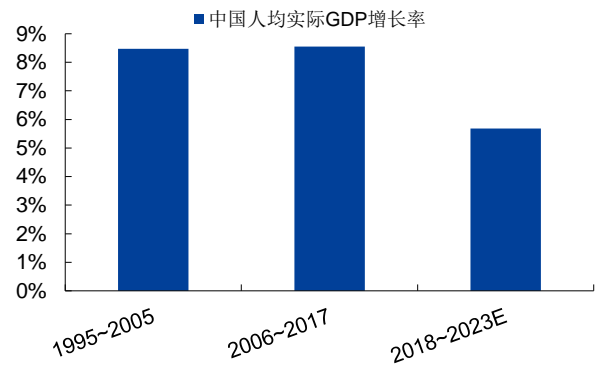
随着我国经济体量逐步扩大，我国经济增速逐步放缓。2018年10月IMF预计中国2019年增速为6.2%，较2017年的6.9%与2018年的6.6%继续放缓。同时，IMF预计我国2018年至2023年的人均实际GDP增速约5.7%，增速较2006年至2017年的8.6%明显放缓。经济增速下滑刺激消费者选择高性价比商品，未来我国零售商自有商品有望受益于较高的性价比，取得持续的市占率扩张。

图 52：美国自有品牌市占率在经济衰退期中较快扩张



资料来源：哈佛商业评论，PLMA，华金证券研究所

图 53：中国人均实际 GDP 增长率预测



资料来源：IMF，华金证券研究所

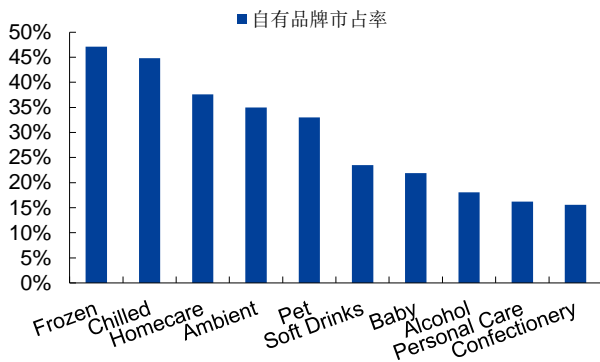
## （二）品类：食品饮料及日用品或为合适品类，自有品牌逐步渗透生鲜电商

### 1. 食品饮料及日用品或为自有品牌合适品类

分品类看，欧美零售商自有品牌仍然以食品饮料及日用品为主。从自有品牌市占率来看，食品饮料、家庭护理是自有品牌取得较高渗透率的品类。据 Statista，冷冻食品和冷藏食品是欧洲市场自有品牌市占率最高的两个品类，自有品牌市占率可达40%以上。另外家庭护理、宠物用品、软饮料、婴童用品也是自有品牌市占率较高的品类，是占据均处于20%以上。

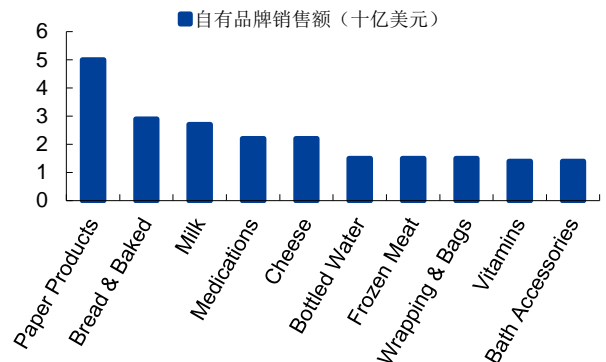
在美国市场，食品饮料及家庭日用品取得较高的销售规模。其中纸制品是自有品牌中取得最高销售额的品类，2017年实现约50亿美元的销售额。紧随其后的是面包及烘焙商品、牛奶、药品、芝士等，年销售额超过20亿美元。

图 54：2018 年欧洲部分品类自有品牌市占率



资料来源: Statista, 华金证券研究所

图 55：2017 年美国部分品类自有品牌销售额



资料来源: Statista, 华金证券研究所

零售商自有品牌的建立，更多源于与供应商进行合作。零售商自有品牌商品的开发及产品竞争力，较难在短时间内通过零售商对供应商的培育而获得提升。由于自有品牌对零售商的意义在于获取更大利润，大量投入进行技术突破或新产品开发较难实现，因此技术壁垒低、市场成熟度高的品类更适合自有品牌。

对消费者的核心意义在于提升性价比，产品质量或较品牌商产品略有下降，因此消费者难以感知质量差异、预算占比较低的品类更适合自有品牌进入。另外由于零售商自有品牌可以带来差异化商品，若消费者能够因为自有品牌提升消费频次，则可带来更多连带效应。

因此，食品饮料及日用品中的部分品类具有技术壁垒低、市场成熟度高、消费者感知差异较小等特征，成为欧美市场自有品牌渗透率及销售额均较高的品类。

图 56: 部分快消品行业品类特性

商品品类	技术壁垒	市场成熟度	采购频率	消费者预算占比	消费者感知差异	
冷藏食品	速食便当(冷藏)	低	高	高	中	低
	牛奶	低	高	高	中	低
	奶酪	低	高	高	中	低
	冷藏肉	低	中	中	低	低
	黄油果酱	中	中	中	低	中
	酸奶	中	中	中	低	中
纸制品、包装袋	厨用铝箔	低	高	高	低	低
	垃圾袋	低	高	高	低	低
	厨房抹布	低	高	高	低	低
	塑料膜	低	高	高	低	低
	厕纸	低	高	高	低	中
	面巾纸	低	高	高	低	中
冷冻食品	动物肉类	低	高	高	中	低
	鱼/海产品	低	高	高	中	低
	蔬菜	低	高	中	中	低
	炸薯条	低	高	中	低	低
	冰淇淋	中	高	中	低	高
	比萨饼	中	高	中	低	高
软饮料	速食便当(冷冻)	低	中	中	低	低
	果汁	中	低	高	中	中
	调味乳饮料	中	低	高	中	中
	饮用水	低	中	高	低	低
	茶饮	中	低	中	中	高
	咖啡	中	低	中	中	高
	酸奶	低	中	中	低	中
	碳酸饮料	低	中	中	低	中
	运动饮料	低	中	中	低	中
零食糖果	饼干	低	高	高	低	低
	谷物麦片	低	高	高	低	低
	薯片	低	高	高	低	中
	巧克力	中	高	高	低	高
	口香糖	中	高	高	低	高
酒类饮料	伏特加	低	中	中	中	低
	葡萄酒	中	中	中	中	中
	威士忌	中	中	中	中	中
	啤酒	低	高	高	低	中
个护产品	漱口水	中	高	中	低	低
	沐浴露	中	高	中	低	低
	牙刷	低	高	中	低	低
	防晒霜	中	高	低	中	中
	洗面奶	中	高	中	中	中
	润肤露	中	高	中	中	中

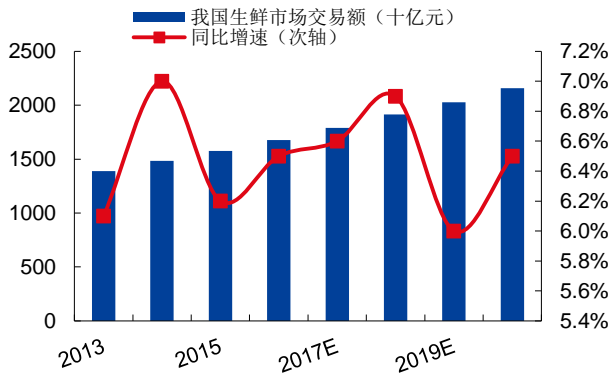
资料来源: EMIS, 尼尔森, 华金证券研究所

## 2. 生鲜市场迎来电商渗透机遇, 自有品牌逐步渗透生鲜电商

由于农产品难以标准化、产品质量参差不齐, 以及生鲜类运输易损坏、运输效率难以保障产品质量, 我国生鲜市场多数为线下发展, 电商渗透率较低, 且未形成明显的龙头品牌。

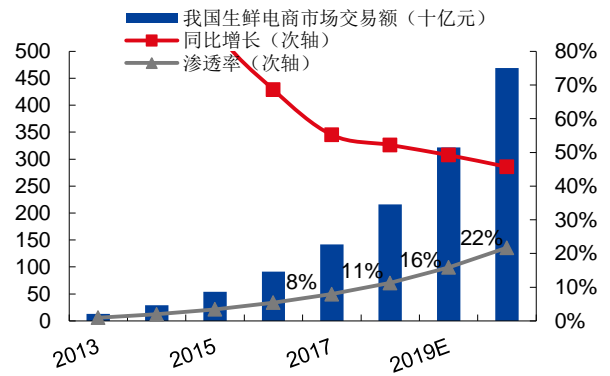
随着物流改善及电商渗透的逐步推进, 线上对线下的改造逐步进行, 我国农产品、食品鲜材市场正处于整合过程中, 生鲜电商渗透率正快速提升。据易观资讯, 2017 年我国生鲜市场交易额约为 1.79 万亿元, 同比增长 6.6%。而生鲜电商交易额约为 1418 亿元, 同比增长 55%。2017 年生鲜电商渗透率较低, 约为 8%, 并有望与 2020 年达 22% 左右。2017 年至 2020 年, 预计生鲜电商交易额年复合增速高于 40%。

图 57：我国生鲜产品市场份额



资料来源：易观，华金证券研究所

图 58：我国生鲜电商市场份额及其渗透率



资料来源：易观，华金证券研究所

生鲜等食品品类符合技术壁垒低、市场成熟度高、消费者感知差异较小等特征，为零售商自有品牌提供发展机遇。

目前来看，部分主要国内零售商均逐步渗透生鲜电商，取得较好进展，且自有品牌正逐步推进。

阿里巴巴盒马鲜生于2017年7月起步，于2018年9月在一二线城市共计拥有77家门店，今年三季度60%的销售源于线上收入。盒马鲜生与蔬菜基地合作，产品多直采直供，部分商品价格低于传统菜市场10%左右。

2017年永辉超市孵化超级物种，打造“零售+餐饮+APP”的体验式消费，截止2018年6月，超级物种已在全国10个城市拥有46家门店，自有品牌于今年2月起步，近日已进行重构。据36氪及第三只眼看零售，永辉计划通过品质定制与全渠道推广，在云创层面将自有品牌SKU占比及销售占比逐步提升至50%。另在永辉超市层面，上半年自有品牌占比约3.6%，并计划至2020年销售占比接近15%~20%。

苏宁易购的苏鲜生是苏宁打通线上线下的“生鲜+餐饮+超市”的复合业态门店，截止2018年9月，苏鲜生超市在全国共有8家门店。目前苏鲜生仍处于模式探索阶段。

图 59：阿里巴巴盒马鲜生店铺内景示意图



资料来源：百度，华金证券研究所

图 60：永辉超市超级物种自营产品示意图



资料来源：联商网，华金证券研究所

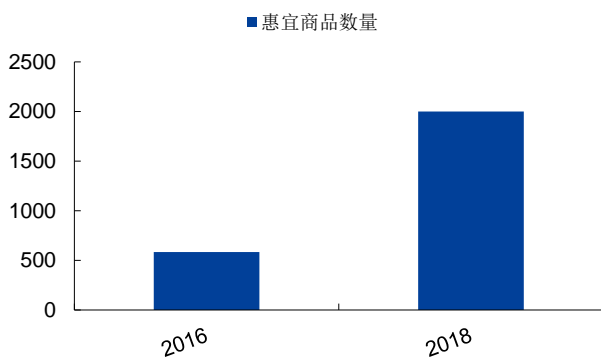


### （三）合作：与制造商合作为基础，股权类合作或为长期合作良好方式

零售商自有品牌通常具有三种模式，一是长期合作的贴牌零售，二是短期部分买断零售，三是自己加工制造到零售。一、二中模式中，零售商仍然不进行生产，与产品质量直接相关的生产环节仍然由供应商掌控。沃尔玛自有品牌惠宜在中国的 SKU 近 2000 种，覆盖了干货、快销、冷冻食品等品类。惠宜 95% 的商品均是和专业代工厂合作生产，并已在中国与 250 多个工厂建立合作关系，剩余 5% 商品是与品牌商合作生产。

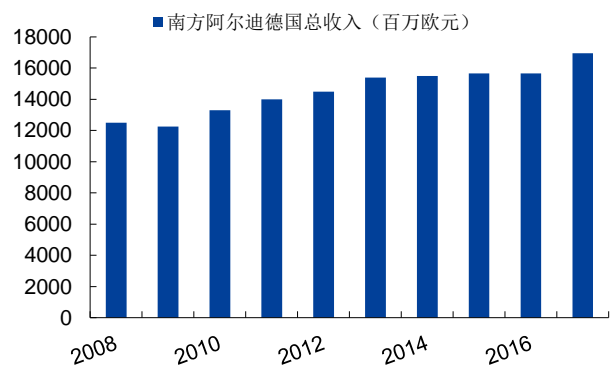
为保证自有品牌的稳健发展，长期合作是零售商对优质供应商的需求。对零售商而言，若工厂品质合格，长期合作可保证商品品类、品质的稳定。专业折扣连锁 Aldi 自有品牌销售占比超 90%，凭借精选 SKU，提高单品采购量，保证与工厂合作的稳定性。据百家号，Aldi 与工厂签约，订单周期一般为 10 年。

图 61：沃尔玛自有品牌惠宜 SKU



资料来源：联商网，北京商报，华金证券研究所

图 62：南方阿尔迪德国总收入情况



资料来源：Statista，华金证券研究所

零售商与供应商关于自有品牌仍存在博弈，最终合作模式需求于双方诉求。

目前自有品牌发展仍然存在不确定性，买手制成为盒马鲜生自有品牌建设的开端。盒马鲜生正在凭借线上流量增长优势、背后的阿里集团，逐步重塑零供关系。盒马以买手制为重塑零供关系发力点，生鲜品类已凭借阿里集团全球采购体系全面实现买手制，目前正在从生鲜推广至标品类。夏季，阿里与可口可乐开发定制产品。目前，日日鲜鲜牛奶已成为盒马较受欢迎的定制商品之一。

股权合作或为较好的选择，特别未来零售商竞争加剧，开始竞争优质供应商时。智能手机制造商小米打造其零售平台，生态圈外围的生活消费产品多与供应商合作打造自有品牌，为绑定优质供应商，小米采用了股权合作、成立合资子公司的方式。其中箱包品类，小米与开润股份合资建立润米科技（京东也进行投资）。通过与小米、天猫等线上渠道，以及小米的线下渠道合作，开润股份 B2C 业务实现了较快的发展，2017 年、2018 年上半年的同比增速均超过 100%。

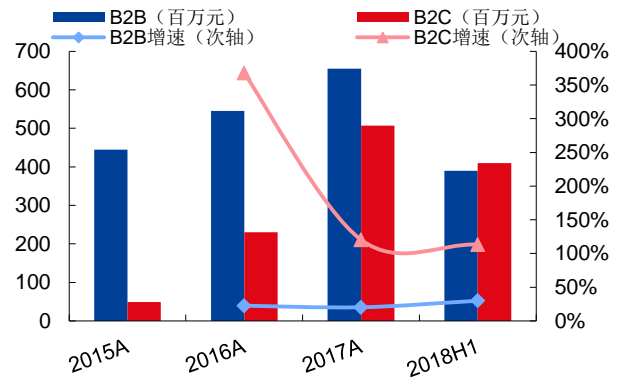
目前社交电商逐步开始争夺供应商，拼多多及苏宁均提出“新品牌计划”推动工厂与电商平台的合作，随着零售商竞争加剧，争夺供应商资源以取得差异化优势的趋势有望延续。因此股权合作或为零售商争夺优质供应商的良好选择。

图 63：盒马鲜生日日鲜牛奶示意图



资料来源：百家号商业研究社，华金证券研究所

图 64：开润股份分业务类型收入及其增长



资料来源：开润股份公告，华金证券研究所

#### （四）效果：带动零售商毛利率提升，高性价比建立竞争优势

更少的中间环节使自有品牌拥有更低的价格与更高的毛利润，自有品牌的占比提升有望持续带动我国零售商毛利率。由于目前我国多数零售商自有品牌仍然处在发展的初期，其较高的性价比需要较大规模支撑，因此自有品牌的发展正从只重视低价转变为重视渗透率，略去品牌商的成果将更多以提质降价的方式让利给消费者，以换取自有品牌的长期发展。

如果按照我国零售商与国外类似，自有品牌毛利率高出约 30% 测算，自有品牌占比若提升 3 个百分点，典型零售商毛利率有望提升约 0.21 个百分点，若对净利率提升相同的数值，则提升约为 2017 年典型零售商平均净利率的 7.3%。在对毛利率的直接提升之外，自有品牌还将凭借高性价比与差异化，带动零售商产品竞争力的提升，推动拥有良好自有品牌的零售商在集中度提升过程中取得优势。

表 1：自有品牌占比提升对利润率的影响估计

证券代码	证券简称	2018Q1~Q3 毛利率	自有品牌 毛利率估计	自有品牌占比提升 3pct 的毛利率提升	2017 年 净利率
601933.SH	永辉超市	21.83%	28.37%	0.20%	2.88%
002024.SZ	苏宁易购	14.70%	19.11%	0.13%	2.15%
600694.SH	大商股份	25.63%	33.32%	0.23%	3.18%
603708.SH	家家悦	21.59%	28.07%	0.19%	2.74%
002419.SZ	天虹股份	27.24%	35.41%	0.25%	3.87%
002697.SZ	红旗连锁	28.97%	37.66%	0.26%	2.38%

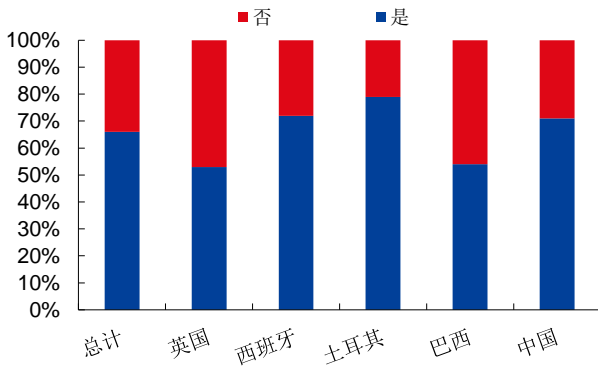
资料来源：Wind，华金证券研究所

#### （五）上限：自有品牌商品占比仍存上限，目前我国仍有较大发展空间

自有品牌是特定零售商独有的产品，与其他品牌商产品具有明显差异。因此自有品牌是吸引消费者前来购物的原因之一。据达曼国际统计，在部分国家中，约 66% 的消费者愿意专门为了了一家商店的自有品牌去购物。在中国的调查显示，这一比例为 71%。

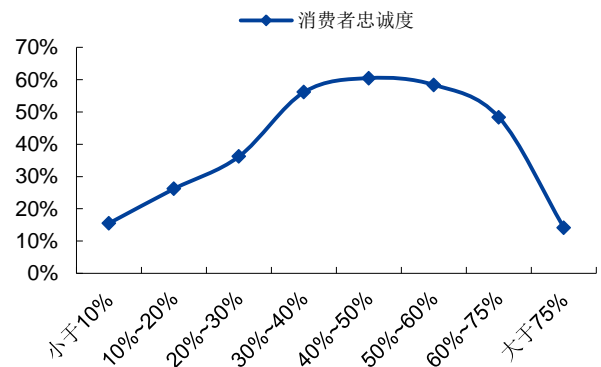
由于消费者购物并非完全为了零售商自有品牌，自有品牌商品占比过高将导致店铺内品牌丰富度下降，消费者或将离开零售店寻找自己喜欢的品牌，因此自有品牌占比仍然有上限。但目前我国的自有品牌占比据该上限仍然较远，仍有较大发展空间。据凯度对西班牙零售商 Mercadona 的研究，当自有品牌比重为 58.8%时，Mercadona 拥有的品牌忠诚度最高。另外，自有品牌占比 30%~60%时，消费者的忠诚度都保持在较高的水平。

图 65：消费者是否会专门为自有品牌而购物



资料来源：达曼国际，华金证券研究所

图 66：自有品牌不同占比下消费者的忠诚度示意图



资料来源：CTR，凯度，华金证券研究所

## 四、相关公司及投资建议

**线上零售：**互联网用户量红利或接近尾声，多数主流电商平台今年活跃用户增速、GMV 增速均呈现下滑态势。线上流量成本提升使线上企业开始向线下延伸，并从生鲜电商行业切入线下零售市场。生鲜行业对供应链整合能力要求较高，并适用于自有品牌战略，典型新零售企业逐步推出自有品牌。供应链整合及自有品牌的建立需要零售商较强议价能力，建议关注电商龙头阿里巴巴、京东，以及较早涉足自有品牌的电商平台网易。

**线下零售：**线下零售近年来受到线上零售冲击，增速持续较低，甚至在部分品类销量中存在负增长。目前新零售的改造已接近完成需求端数据化，未来更多是供应链的逐步改造。零售商直接对接供应商的直采，可以减少中间环节成本，并建立自有品牌构筑差异化壁垒，依托会员制度，或将有效提升客户粘性。另外目前我国零售商格局仍然分散，但已有部分龙头公司开始从区域向全国布局，零售逐步整合成为未来趋势。同样的，供应链整合需要零售商具有较强的议价能力，建议关注已布局生鲜供应链并逐步扩张的全国性商超龙头永辉超市，以及深耕胶东逐步扩张的家悦。

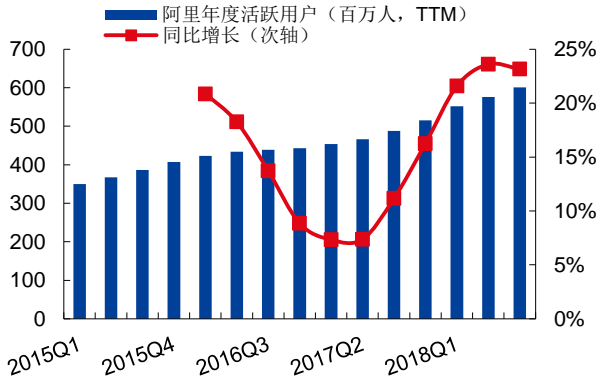
### （一）阿里巴巴：我国最大的电商零售网站

阿里巴巴是我国最大的电商零售网站，也是我国第一大零售商。电商市场中，2017 年阿里旗下淘宝、天猫 GMV 占整体网络零售分别约 38%、31%。同时天猫是我国最大的零售商，销售额占我国社会消费品零售约 5.8%。

受益于电商渠道下沉，阿里活跃用户重回增长。2017 年下半年阿里年度活跃用户增速重回增长，2018 年前三季度维持超 20%的同比增速，推动营收稳步增长。

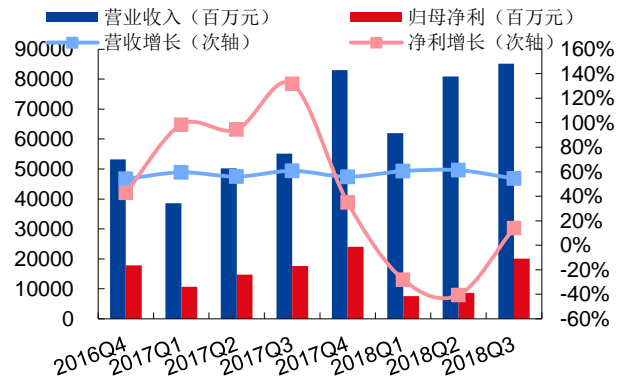
阿里巴巴目前正处于新零售转型的阵痛期，新零售的盒马已稳步推进。在互联网红利的逐步结束，电商购物场景较为单一的背景下，阿里巴巴提出了新零售的战略并逐步进行转型。目前阿里巴巴新零售业务逐步推进，截至三季度末，盒马商店已有 77 家。已经运营 1.5 年的成熟盒马商店继续显示出较高的销售效率，在线销售约占总销售额的 60% 以上。2018 年下半年，盒马提出新零售计划，希望在三年内将自有品牌占比提升至 50% 左右。

图 67：阿里巴巴年度活跃用户数量及其增长



资料来源：阿里巴巴公告，华金证券研究所

图 68：阿里巴巴分季度营收净利及其增长



资料来源：阿里巴巴公告，华金证券研究所

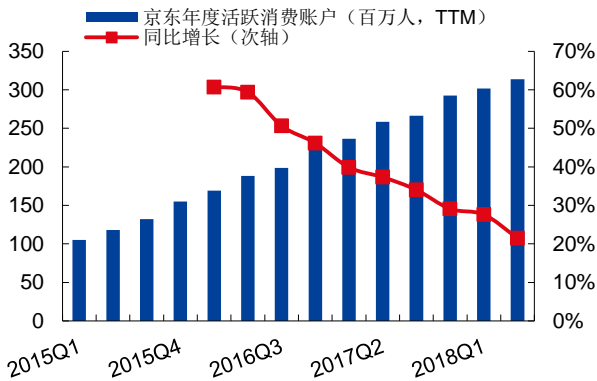
## （二）京东：我国第二大电商零售商

京东是我国电商市场的第二名，在我国零售商供应体系中也具有较大的话语权。2017 年，京东在我国网络零售市场中分别占据 14% 的市场份额，名列第二。该年度，京东在我国社会消费品零售中占据 3.5% 的份额，位居第二。

京东较少受益于电商下沉红利，三季度活跃用户数量环比下滑。京东主要客群为一二线中高端消费者，受益今年的电商渠道下沉红利较少，截止三季度的年度活跃用户较上半年环比下行 2.7% 至 3.05 亿人。但三季度 GMV 仍然有 30% 左右的同比增长。京东三季度营业利润重回亏损，主要是前三季度加大了研发投入，研发费用同比增加了 88%。

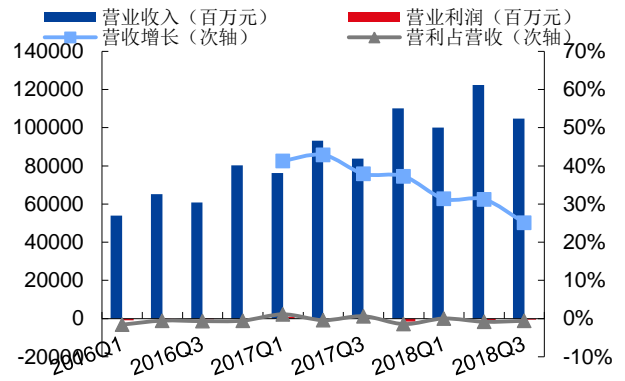
在线上线下结合的零售中，京东正进行自有品牌的尝试。7Fresh 作为京东生鲜自营线上线下的尝试，采用直采模式降低成本，计划在 3~5 年内开设 1000 家门店。在线上，京造、八喜时等自有品牌也正逐步建立，包含居家、食品、餐厨、电器、服饰、出行等多个品类。

图 69：京东年度活跃用户数量



资料来源：京东公告，华金证券研究所

图 70：京东营业收入、营业利润及其增长



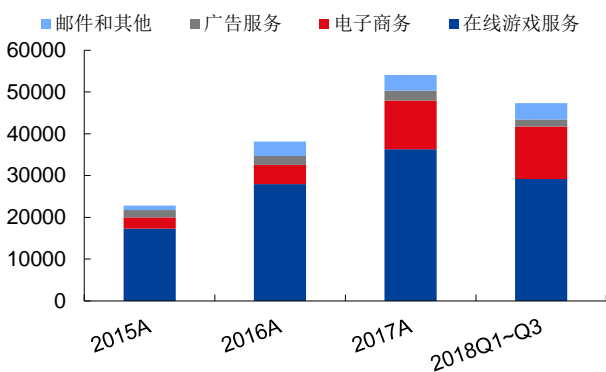
资料来源：京东公告，华金证券研究所

### （三）网易：较早直接对接供应商的电商平台

网易严选是我国较早零售商直接向供应商对接，建立零售商自有品牌的电商平台，凭借高效的商业模式与年轻人对中高端高性价比产品的偏好建立了良好的口碑。目前，严选与考拉在“工厂+电商”模式下有两种合作方式，品牌属网易则为严选，品牌属制造商则为考拉。今年前三季度，网易电子商务业务分别实现了101%、75%、67%的营收增速，合计营收已占总营收的26%。不过网易电子商务业务毛利率仍然仅10%，处于较难盈利的平台培育期。

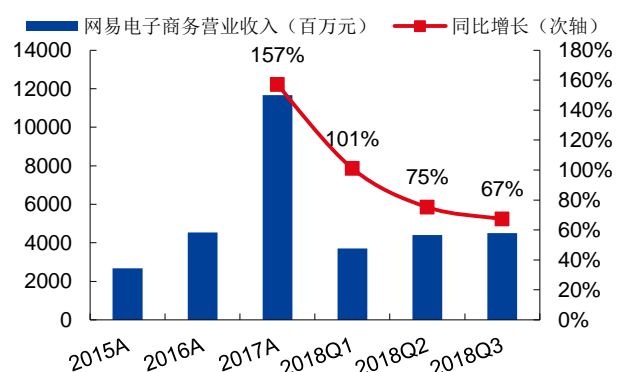
网易的主要业务仍然是在线游戏，游戏业务处于国内行业第二名，2018年公司受游戏行业增速放缓影响较大。目前来看，游戏是网易的最主要收入来源，收入占比61%且毛利率超60%。由于网易并没有自身的推广渠道，考拉与严选两平台也处于培育期，2018年的销售费用及研发投入大幅增加，拖累了公司的净利润。

图 71：网易分业务收入情况（百万元）



资料来源：网易公告，华金证券研究所

图 72：网易电子商务业务营收及其增长



资料来源：网易公告，华金证券研究所

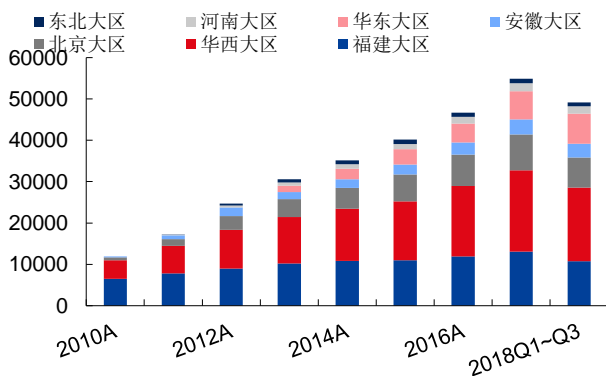
### （四）永辉：深耕生鲜并积极扩张的商超龙头

永辉超市是我国全国性商超龙头之一。永辉超市起源于福建省，2010年已在福建、华西两个大区取得较好表现。2018年前三季度，北京、华东大区培育较好，已各占据约15%的营收份额，且分别保持着12%、49%的增长。

永辉超市将生鲜农产品引进超市，并通过股权合作方式与供应链保持良好关系。生鲜是永辉超市主打的品类之一，2015年以来生鲜品类均保持40%以上的营收份额。永辉超市与牛奶国际、达曼国际、星源农牧、国联水产等多个上下游企业建立股权绑定的长期合作关系，为生鲜品类的长期稳定发展奠定基础。

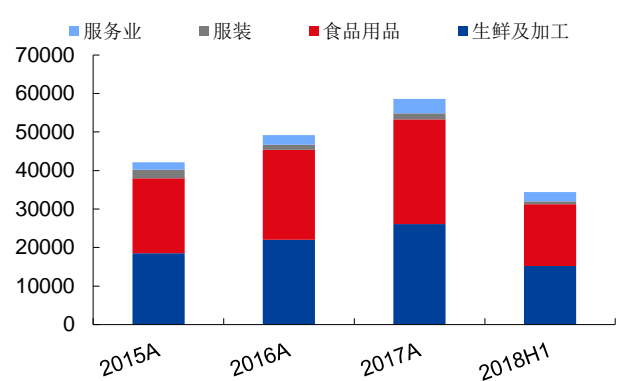
目前永辉云创体外孵化，未来计划将自有品牌占比提升至50%。永辉云创是永辉超市旗下进行新零售尝试的子公司，截止上半年已在全国布局285家永辉生活、46家超级物种，占上市公司销售收入的2.6%。12月初转让永辉云创20%股权给张轩宁，公司持股降至26.6%，为第二大股东。未来永辉云创计划通过品质定制、全渠道推广策略，最终将自有品牌SKU、销售占比提升至50%。而在永辉超市层面，据商业观察家，上半年永辉实现自有品牌销售占比3.6%，并计划到2020年，永辉超市自有品牌销售占比接近15%~20%。

图 73：永辉超市分地区营业收入（百万元）



资料来源：永辉超市公告，华金证券研究所

图 74：永辉超市分品类营业收入（百万元）



资料来源：永辉超市公告，华金证券研究所

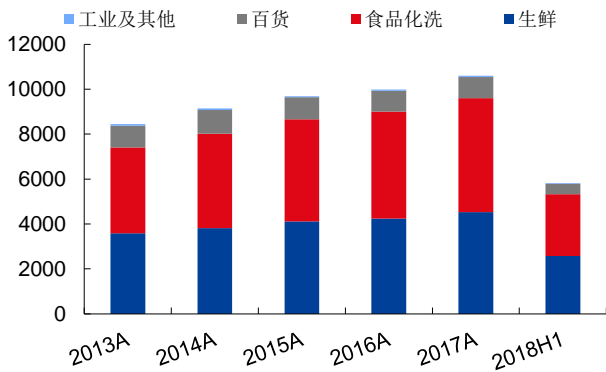
### （五）家家悦：立足山东东部的区域性商超龙头

家家悦是立足山东东部的多业态商超龙头，生鲜品类占比较高。公司深耕胶东地区，胶东营收占比约88%。目前在当地物流优势明显，具备2.5小时配送到店的能力。生鲜品类占家家悦营收约44%。公司与超100家基地签订5年以上长期合同，生鲜直采比例超过80%，形成生鲜商品竞争力。整体来看，2017年公司直采规模达86.75%。

凭借供应链优势，公司自有品牌保持稳定，并通过品牌优势形成高粘度的会员群体。2013年至2016年，公司自有品牌保持稳定，营收占比由于营收扩张而降低，2017年自有品牌占比重回增长。截止2017年，公司共拥有会员463.92万人，会员销售收入达80亿元，占总收入约76%。

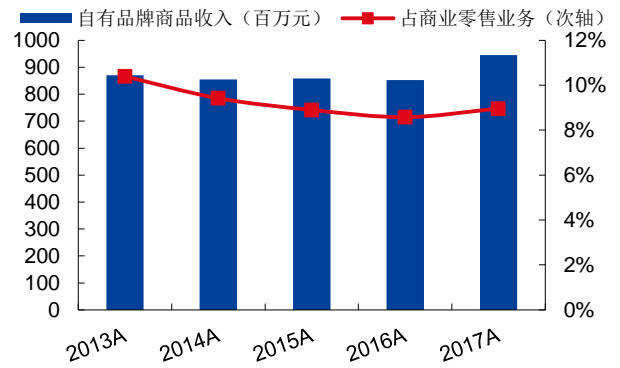
目前家家悦正持续进行山东及其他地区扩张。上半年，公司并购青岛维客连锁的9家门店，合计新开28家门店，增量约为2017年末门店总数的4%。11月，公司出资1.56亿元持有福悦祥67%股权，在张家口市拓展11家门店，全国性拓展更进一步。

图 75: 家家悦分品类营业收入 (百万元)



资料来源: 家家悦公告, 华金证券研究所

图 76: 家家悦自有品牌营收及占零售业务比率情况



资料来源: 家家悦公告, 华金证券研究所

## 五、风险提示

1. 自有品牌品类选择及品牌定位或不符合消费者需求;
2. 自由品牌类似以零售商声誉建立新兴品牌, 新品牌培育需要时间及投入;
3. 自有品牌仍需与供应商建立长期合作关系, 并严格管控质量;
4. 多数国内典型零售商处于全国化进程中, 零售竞争格局变化或影响自有品牌培育;
5. 零售商推广自有品牌需要平衡与品牌商的关系, 仍需关注与品牌商的合作情况。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn