

存量突围系列之一

付费会员体系——构建存量用户的升维运营之道

分析师：洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：林伟强



SAC 执证号: S0260517090003



021-60750607



linweiqiang@gf.com.cn

请注意，林伟强并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 存量博弈：从同质化困斗到差异化突围

拼多多是电商流量红利时代的最后一个产物。存量时代，电商平台不仅要面临同行竞争，更要面临内容平台等跨行业竞品对用户时长的争夺。营销玩法相互借鉴、物流差异边际消退、品牌商户全平台渗透，头部电商同样正走向同质化困斗。往后看，付费会员体系构建——差异化的内容组合，和自有品牌建设——差异化内容本身的重要来源，是两个重要的存量突围方向。作为系列报告开篇，本篇报告将重点解读付费会员体系的建设和运营策略。

● 付费会员：锦上添花有余，雪中送炭不足

依据构建逻辑不同，我们将会员体系分为：1) 积分制，消费量决定权益大小，代表如丝芙兰；2) 独享制，仅会员可购物，代表如Costco；3) 全家桶，包含跨场景权益，代表如亚马逊 Prime。总结三类成功会员制运营案例，我们认为会员制本身效仿的壁垒不高，更多用于优秀公司充分调动和发挥自身资源禀赋，即“锦上添花”有余，“雪中送炭”不足。而考察会员制运营成功的公司所具备的禀赋基础，则回到两类核心竞争力构建：差异化的产品和服务、供应链的成本效率优势。

● 会员制在中国：难觅差异化权益，回归效率比拼

国内付费会员制仍处于探索初期。当前行业主要有三类选手：1) 实体系：物美、永辉、银泰、全家等实体零售公司，在未见差异化强需求禀赋下，成本效率端的优化可能是竞争核心；2) 电商系：主流玩家均提供全家桶式权益吸引用户，囿于类似亚马逊配送的强需求抓手缺失，电商会员体系实质在竞争一揽子服务的提供成本差异；3) 创业系：直接以会员制精准运营和高效率相互促进依托的思路创业，跳出传统会员制体系内“以强带弱”的经验，“平地起高楼”，成败关键在于能否实现权益采购及组合的效率提升。

● 投资建议：关注会员制下的思维变革与效率提升

会员制是零售公司精耕存量的经营变革，但更多是令优秀公司强者更强的辅助项。国内现状下大多数公司不具备典型差异化的产品与服务能力，会员制竞争仍然落脚供应链效率比拼，优秀公司有望在会员理念与存量思维下，运营策略变化带来效率提升。建议关注三类投资机会：1) 积极尝试会员制的优秀零售公司。京东、苏宁易购、唯品会等电商公司为代表，以及线下永辉超市、家家悦、天虹股份等领先公司；2) 关注新型创业类带来的商业模式突破。以甄会选和小黑鱼为代表，从会员制中建设业务的逆向思维，是新的存量运营尝试，但需关注后续能否实现供应链效率的进一步优化；3) 全家桶中的弱势业务。以阿里系为代表，关注生态型公司体系下相对弱势业务在会员制下的逆袭机会。

● **风险提示：**会员权益机制设置不当；员体系建立后无法在经营中有效转型；会员续约率下滑；宏观经济波动导致消费需求变化。

相关研究：

【广发商贸】京东：至暗时刻，京东的困顿与破局	2018-12-17
【广发商贸】阿里巴巴：缔造在线商业生态，迈向全球互联网巨头	2018-08-12
【广发商贸】小米集团：再读小米：从业务到估值，五维度拆解小米核心关注点	2018-05-07

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

投资聚焦	6
一、存量博弈：从同质化困斗到差异化突围	7
（一）电商下半场，我们何时见证下一个拼多多奇迹？	7
（二）同质化：传统零售走过的弯路，电商一条也不会少	10
（三）差异化：高度分工以提升社会效率的经济学原理亘古不变	15
二、付费会员：锦上添花有余，雪中送炭不足	17
（一）商品类型与生态资源决定付费会员建设逻辑	18
（二）丝芙兰 VS 屈臣氏：免费 VS 付费，产品力与权益价值是关键	21
（三）COSTCO：会员是仓储超市的需求筛选器，并非零售灵药	23
（四）AMAZON PRIME：以免邮服务撬动生态，会员体系助力新业务孵化	28
三、付费会员在中国：难觅差异化权益，回归效率比拼	33
（一）实体类：付费权益尚待探索，供应链效率竞争是核心	34
（二）电商类：巨头尝试积极，跨行业权益整合趋势显著	38
（三）创业类：付费会员与精准运营为起点，逆向而生	42
四、投资建议：关注会员制下的思维变革与效率提升	43
风险提示	44

图表索引

图 1: 2018 年 11 月实物电商累计增速降至 25.4%.....	7
图 2: 网购人数增速放缓至 10.6%.....	7
图 3: 拼多多年化 GMV 达到 3448 亿元.....	8
图 4: 拼多多年化活跃用户达到 3.86 亿.....	8
图 5: 拼多多用户中 30 岁以上人群比例显著高于竞品.....	8
图 6: 拼多多用户中三四线人群比例显著高于竞品.....	8
图 7: 拼多多抽纸商品突出便宜的特点吸引消费者.....	9
图 8: 拼多多用“免费领”活动低成本拉新.....	9
图 9: 拼多多使用折扣和现金鼓励用户分享.....	9
图 10: 拼多多在流量成本极高的时代实现低成本获客.....	9
图 11: 拼多多的用户增长曲线逐渐向阿里靠拢.....	10
图 12: 拼多多正在加深对竞品用户的渗透.....	10
图 13: 过半数用户使用超过 3 个电商 APP, 忠诚度下降.....	10
图 14: 电商也面对内容平台对用户注意力的争夺.....	10
图 15: 淘宝/京东/拼多多的用户首页相似度增加.....	11
图 16: 阿里 18 年双十一 GMV 增速降至 26.9%.....	11
图 17: 快递行业整体申诉率快速降低.....	13
图 18: 京东 3Q18 加速平台商家扩容.....	13
图 19: 拼多多多类目已经引入了丰富的品牌产品.....	13
图 20: 诸多品牌选择全平台入驻 (以安踏为例).....	13
图 21: 阿里巴巴的货币化率呈上升趋势.....	14
图 22: 电商广告市场 (亿元) 仍然处于高速增长阶段.....	14
图 23: 阿里广告收入增速显著放缓.....	15
图 24: 2017 年线下百货渠道费用率约为 14.2%.....	15
图 25: 日本收入提升过程中渠道存量竞争催生新业态.....	15
图 26: 日本的百货业态逐步衰落, 便利店发展迅猛.....	15
图 27: 金融危机后 Costco 增速明显跑赢行业.....	16
图 28: 7-Eleven 的增速跑赢日本便利店及零售整体.....	16
图 29: 生态型公司与定位精准、将供应链做到极致的公司最容易脱颖而出.....	17
图 30: 构建零售会员体系的基本框架.....	18
图 31: 会员价 > 成本线的情况.....	20
图 32: 会员价 < 成本线的情况.....	20
图 33: 不同品类的年消费频次不同.....	21
图 34: 亚马逊销售额占比较高的品类并非高频类.....	21
图 35: 屈臣氏与丝芙兰 (中国) 营收增速出现分化.....	22
图 36: 丝芙兰坪效显著高于屈臣氏.....	22
图 37: 经济危机、电商冲击下仓储超市跑赢沃尔玛.....	23
图 38: 仓储超市中货架即仓库, 量贩、需要叉车作业.....	23
图 39: 2010 年以来 Costco 美国同店表现优于沃尔玛.....	24

图 40: Costco 坪效、人效高于沃尔玛.....	24
图 41: Costco 的利润率表现更为平稳.....	24
图 42: Costco 会员费收入占比与净利率稳定在 2%.....	24
图 43: Costco 式仓储超市 SKU 非常精简.....	25
图 44: Costco 持续精简 SKU, 追求单品大销量.....	25
图 45: Aldi 商品价格普遍低于竞争对手.....	25
图 46: Costco 销售毛利率维持 11%, 商品性价比高.....	25
图 47: Costco 人均消费量稳定、销售预测更容易.....	25
图 48: Costco 付费会员维持 90%左右的续签率.....	25
图 49: Costco 市占率持续提升, 其他两家变化平平.....	26
图 50: Costco 展店数量明显高于竞争对手.....	26
图 51: BJ's 品类偏便利店, 鲜食占比高 (2017 年).....	26
图 52: 三巨头业态类似但店效差异明显.....	26
图 53: BJ's 租金、人力压力致营运费用率更高.....	27
图 54: Costco 同店表现优于 Sam's 与 BJ's.....	27
图 55: BJ's 同样设定 2%左右的会员费比例目标.....	28
图 56: Costco 本土与 BJ's 都维持较高的会员续签率.....	28
图 57: BJ's 利润几乎全部用于利息偿付, 无力扩张.....	28
图 58: 三巨头的经营利润率表现不同, Costco 最优.....	28
图 59: 美国 Amazon 会员数量约 9500 万, 渗透率 59%.....	29
图 60: 79%用户因免邮选择 Prime (2018 年).....	29
图 61: 亚马逊 Prime 服务的丰富伴随着新业务板块的推出和提价.....	29
图 62: 会员年消费量 1300 美元左右, 非会员 700 美元.....	30
图 63: Prime 会员购物频次远高于非会员 (2017.10).....	30
图 64: 美国消费者购买电子书的途径 (2017.04).....	31
图 65: 美国消费者购买音乐服务的途径 (2018.05).....	31
图 66: Amazon 自制剧数量仅次于 Netflix.....	31
图 67: 2017 年 Amazon Video 的订阅和活跃情况.....	31
图 68: Amazon 广告业务增长迅猛 (百万美元).....	32
图 69: Prime 在高收入家庭中渗透率更高.....	32
图 70: 全食降价后交易量增速转正, 带动同店转正.....	32
图 71: 全食超市降价后营收增速明显回升.....	33
图 72: 4Q17 毛利率同比下降 1pp, 净利率降至 -1.6%.....	33
图 73: 中国零售会员制的探索历程.....	34
图 74: 中国的家庭规模并不低于美国.....	35
图 75: Sam's Club 在中国的扩张速度不及卖场业态.....	35
图 76: A 股主要超市的销售+管理费用率逐步上升.....	36
图 77: 家家悦免费积分的形式取得了高会员销售占比.....	36
图 78: 银泰的会员核心权益为消费 9 折.....	37
图 79: 天虹一键免费绑定微信会员, 停车优惠为抓手.....	37
图 80: 甄会选的会员体系构建逻辑.....	38
图 81: 用户对电商付费会员的支付意愿较低.....	39
图 82: 奶粉电商消费者倾向于大促囤货.....	39

图 83: 2016-3Q17 Plus 会员数量月复合增长率 29.2%.....	40
图 84: 京东 APP 的人均月启动次数少于淘宝拼多多	40
图 85: 淘气值的增加为“灰箱”机制, 无分数细则	41
图 86: 优酷与飞猪的使用量暂未体现会员的刺激效果	41
图 87: 阿里文娱板块亏损较为严重	41
图 88: 饿了么及新零售业务的亏损较大	41
图 89: 苏宁 Super 会员整合集团资源助力上市公司	42
图 90: Super 会员的核心权益	42
图 91: 苏宁快消三大线下业态+线上平台组成高频入口	42
图 92: 苏宁快消板块 17 年以来开店速度加快	42
图 93: 小黑鱼每月固定为会员提供一定权益	43
表 1: 电商纷纷跟进拼团+分享策略, 但结果并不理想	11
表 2: 菜鸟系统正在追赶京东的物流领先优势	12
表 3: 2018 年 618 促销中, 天猫京东销量前十的品牌呈现极高的重叠度	13
表 4: 会员体系的建设与零售公司的生意模式高度契合	19
表 5: 丝芙兰免费会员与屈臣氏付费会员对比 (中国大陆)	21
表 6: Costco 批发程度更深、产品更刚需、门店辐射力更强, 带来更有效率的运营和更强的可复制性 (2017)	27
表 7: 非会员转化为会员的毛利增量 弹性测算	30
表 8: 亚马逊会员包含的服务价格对比竞品优惠明显	31
表 9: 银泰将非会员消费者转化为会员的营业利润变动	36
表 10: 国内便利店的典型付费会员制情况	38
表 11: 京东、淘宝、苏宁的会员权益对比	39

投资聚焦

零售行业的变革源自对消费者需求的把握。行业伟大公司的诞生，首先是选对了最契合时代的业态，继而是该业态中最优秀的龙头。前者依靠流量红利下的行业扩张，后者则更加有赖公司在存量竞争下的精耕细作。

国内电商的崛起分流和冲击线下商业，连锁零售跑马圈地的红利扩张时代快速终结，即便最优秀的线下连锁零售代表，也只能感叹“战胜了所有对手，却输给了时代”，继而改扩张为转型，寻求内生运营效率的提升。但电商同样会面临流量红利逐渐枯竭的问题：1H18，国内网购用户数已达5.69亿人，增速降至10.6%；1-11M18，国内实物电商累计增速降至25.4%（1H18为29.8%）。

流量红利褪去的存量时代，一大特点便是同质化。传统零售的同质化历史同样在电商界快速上演：无论平台是以C2C、物流配送、特卖还是拼团作为起家卖点，但在发展过程中都不可避免地“天猫化”，以开放平台品牌入驻+佣金广告流量变现的模式，从产品设计、运营活动、品牌入驻到物流体验的差异在逐渐消弭。

突围之道或许在于差异化能力的构建。付费会员通过前端的用户筛选构建差异化的内容组合，自有品牌则重构后端供应链，创造差异化内容本身。这是渠道商构建差异化竞争力的两个重要方向，也是寻找存量时代投资标的的两个重要维度。

作为“存量突围”系列报告开篇，本篇报告将重点解读付费会员体系的建设 and 运营策略。

不同于市场基于海外成功案例对会员制的神化，我们认为成熟的会员体系根植于优秀零售公司禀赋基础，“锦上添花”有余，但“雪中送炭”不足。从海外案例来看，无论何种会员制，其成功的基础来源于两类禀赋基础：1）难以替代的差异化产品与服务；2）领先的成本效率优势。

国内现状下大多数公司不具备典型差异化的产品与服务能力，会员制竞争仍然落脚供应链效率比拼；我们所期待的，是优秀公司在会员理念与存量思维下，运营策略变化带来的效率提升。

风险提示：

- 1.会员权益机制设置不当；
- 2.员体系建立后无法在经营中有效转型；
- 3.会员续约率下滑；
- 4.宏观经济波动导致消费需求变化

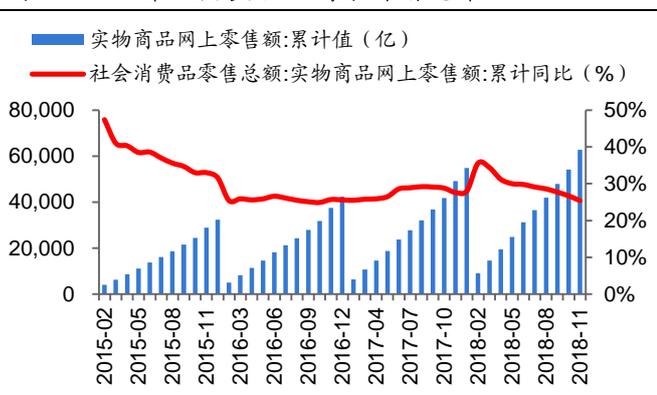
一、存量博弈：从同质化困斗到差异化突围

国内电商流量红利时代已然过去：依据CNNIC及统计局数据，1H18，国内网购用户数已达5.69亿人，增速降至10.6%，在全部网民中渗透率达到70.9%。1-11M18，国内实物电商累计增速降至25.4%（1H18为29.8%）。主流电商用户同比增速均降至20%以下，即便是近年异军突起的拼多多，3Q18年化活跃用户环比增长也已降至12.2%，电商上半场的流量红利时代趋于终结。各家电商除面临行业内竞争外，还要面对内容平台等跨行业竞品对用户上网时长的争夺：9M18，今天头条旗下购物app“值点”上线；12M18，抖音开放了购物车功能。

存量时代的一大特征是同质化。电商C端玩法最容易相互借鉴，也最容易失效；第三方快递体验的迅速提升逐步抹平不同电商平台间物流体验差异，品牌产品的全平台入驻则进一步消弭了电商平台之间的产品差异。各家电商在广告变现流量的商业模式下，逐步“天猫化”。

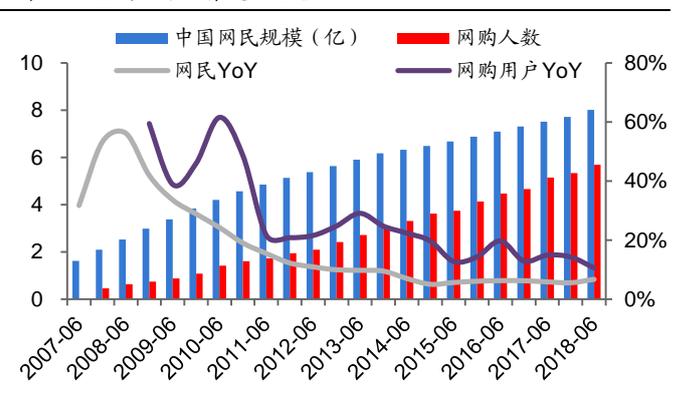
电商没有地理区隔的保护，同质化过后的淘汰速度将更甚线下传统零售。存量时代，伟大公司首先是选对了最契合时代的商业业态，继而是业态中最优秀的龙头。观察Amazon、Costco、ALDI、7-Eleven，它们或有典型的付费会员体系、或有深度自有品牌。付费会员通过前端的用户筛选构建差异化的内容组合，自有品牌则重构后端供应链，创造差异化内容本身。这是渠道商构建差异化竞争力的两个重要方向，也是寻找存量时代投资标的两个重要维度。

图1：2018年11月实物电商累计增速降至25.4%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：网购人数增速放缓至10.6%



数据来源：中国互联网络信息中心，广发证券发展研究中心

（一）电商下半场，我们何时见证下一个拼多多奇迹？

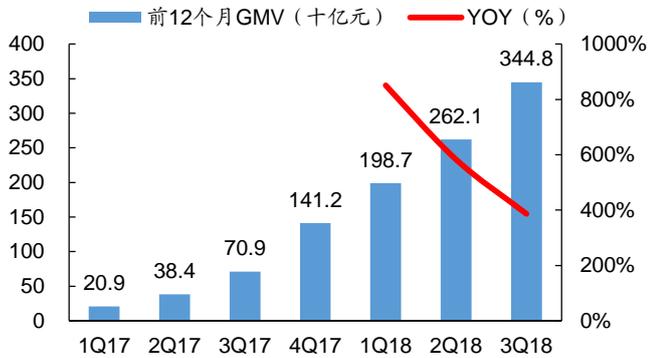
拼多多的突围是一个奇迹。2015年拼多多成立之时，阿里/京东的获客成本分别达到150.4/112.3元（获客成本=营销费用/新增用户），是新进入者难以负担的数值。但就在市场皆以为阿里京东八二格局已定时，拼多多却用突破性的思维完成了3年3.86亿用户、3448亿GMV（至3Q18，年化）这件“不可能完成的事情”。拼多多实现阿里&京东没能完成的渠道下沉与大龄用户渗透，“农村包围城市”、“从叔叔阿姨入手”的策略，成功挖掘了网购最后一波用户流量红利（增量市场）：

1) 减少网购的转化步骤，实现中年以上用户的更高转化率。拼多多下单无需跳出微信、不需要额外下载APP的操作方式减少了尝鲜的“麻烦”，促成无网购习惯的人群发生第一单交易（当然，微信支付的普及是基础）。从用户画像看，3Q18淘

宝/京东中36岁以上（82年以前）的用户仅9.3%/11.4%，在拼多多则达到了37.6%。

2) 价格与品类特点大幅降低尝鲜门槛。拼多多大量9.9元及以下的价格“反正不贵不如试试看”、食品和日用品等快消品“买了就算质量不太好也不会太浪费”降低了用户心理门槛；也因此更契合价格敏感型用户的需求、获得了更好的渠道下沉效果：3Q18，拼多多用户67.1%位于三线城市以下，高于京东/淘宝的46.3%/55.4%。

图3：拼多多年化GMV达到3448亿元



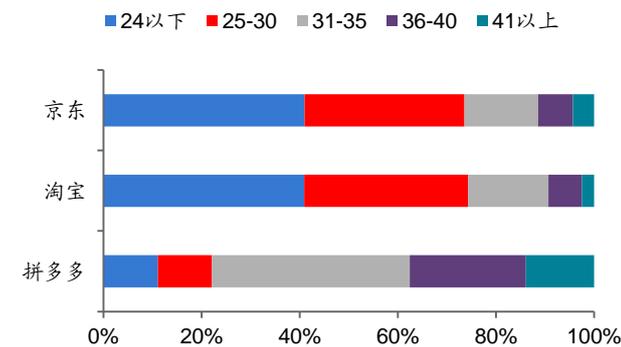
数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

图4：拼多多年化活跃用户达到3.86亿



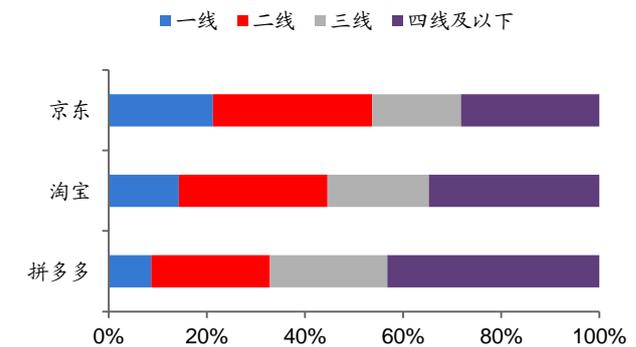
数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

图5：拼多多用户中30岁以上人群比例显著高于竞品



数据来源：QM（2018年9月），广发证券发展研究中心

图6：拼多多用户中三四线人群比例显著高于竞品



数据来源：QM（2018年9月），广发证券发展研究中心

对竞品用户的渗透力是拼多多爆发另一重要的来源（存量市场）：

1) 以更高的性价比转化对手用户。消费者天生乐意便宜买好货；尤其在经济疲软的阶段，性价比变得格外有吸引力。例如在拼多多与淘宝搜索“抽纸”，拼多多标价体现为9.9元，淘宝则多为29.9元及以上；但考虑包数差异。实际拼多多与淘宝直通车产品均为30包29.9元，均远低于天猫超市品牌抽纸2元/包左右的定价。典型地，拼多多31-40岁用户占比（64.0%）明显高于京东、淘宝（23.3%/24.1%），78-88年出生的世代对网购并不陌生、但家庭负担较为沉重，在部分生活用品选购中价格因素可能成为主导。

2) 充分利用消费者心理设置拉新机制，实现社交裂变。对比诸多电商使用的“新用户红包”、“首单X折”拉新策略，拼多多的“免费拿”最终带来的折扣力度未必更高，但熟人砍价、拼团等形式巧妙利用了“小便宜”的用户心理进行传播扩散。举例来看，拼多多一名新用户可享受“免费领”福利获取价值388元的懒人沙发，需要寻找6名新用户下载APP砍价助力；该产品在淘宝实际售价为48元（小号基本款），

则本次免费领拼多多实际花费48元获得7名新用户，人均6.9元。

反映在财务结果中，3Q18拼多多年化活跃用户达到3.86亿超越京东，但新客引流成本仅为77.1元，远低于淘宝/京东364.2元/438.4元（2Q18）的水平。同时，拼多多实现了对“五环内”的强力渗透：根据QM数据，拼多多与淘宝/京东的重合MAU分别达到了9580/6351万，同比增长141.7%/445.0%；本质上，拼多多是在品类和价格带中找到了与传统电商巨头的错位竞争空间。

图7：拼多多抽纸商品突出便宜的特点吸引消费者



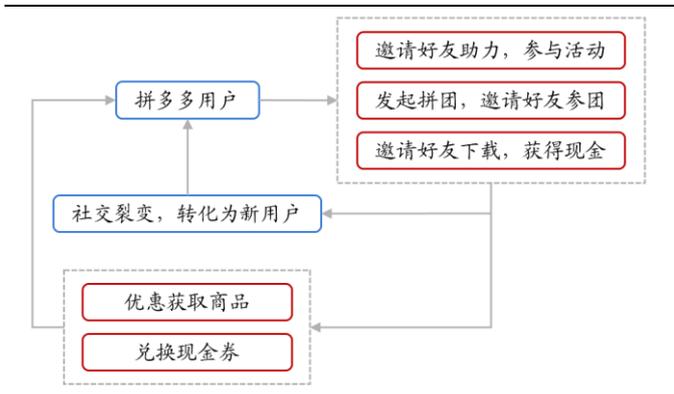
数据来源：拼多多，淘宝，广发证券发展研究中心

图8：拼多多用“免费领”活动低成本拉新



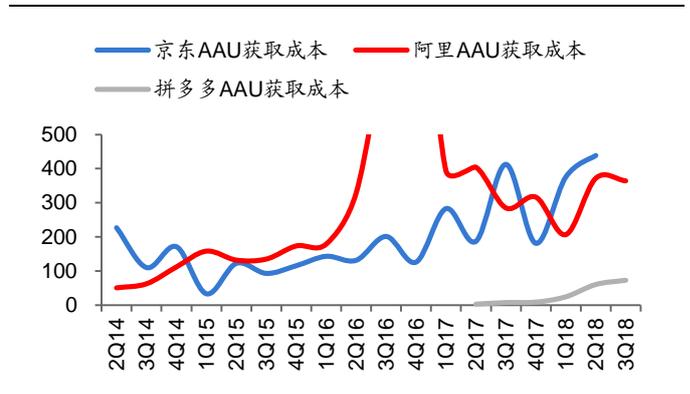
数据来源：拼多多，淘宝，广发证券发展研究中心

图9：拼多多使用折扣和现金鼓励用户分享



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

图10：拼多多在流量成本极高的时代实现低成本获客



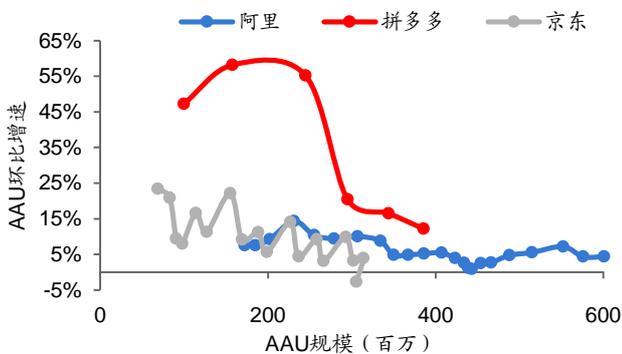
数据来源：京东、阿里巴巴、拼多多季报，广发证券发展研究中心（获客成本=当季销售费用/新增AAU；3/4Q16阿里获客成本776/1123元。3Q18京东AAU出现环比下滑，此处无法使用相同方式计算）

拼多多可能是电商上半场——流量红利时代的最后巨人。流量层面，拼多多的渠道下沉和大龄用户拓展转化了网购的“边缘人群”，未来的增量流量将会更加边缘，拓展难度更大、挖掘性价比更低；拼多多自身用户量的环比增速已从3Q17高点58.2%降至3Q18的12.2%，增长路径逐步向曾经的阿里靠拢。商品层面，京东&天猫、淘宝、拼多多大致分食了实物商品的三个价格带，美团点评、口碑&饿了么则囊括了主流的服务型商品，未来可开发的商品类型不断收缩。

行业用户天花板之下,电商首先面对行业内竞品对用户的争夺。根据QM的数据,2018年3月56.0%的用户手机中装有3个及以上的电商APP,2017年同期仅35.0%;用户对单一APP的忠诚度下降,多平台比较消费成为趋势。同时,电商还要面对内容平台等跨行业竞品对用户上网时长的争夺。9M18,电商使用占用户上网时长的3.1%(9M17为2.8%);直播、短视频、等内容平台在不断获取用户注意力的同时,也转向投放广告、“带货”增加变现能力,以头条为代表的內容公司开始向电商方向进军(头条系购物APP“值点”2018年9月上线,抖音12月开放了购物车功能)。

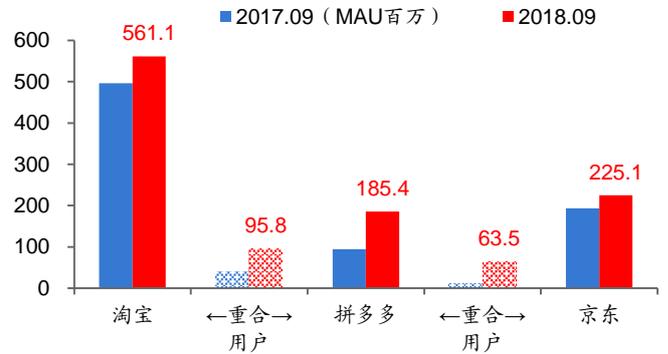
用户接受广告、发生消费的渠道日益多元化,电商争夺有效用户和有效使用时长的难度进一步加大,维系老用户成为存量时代的重要任务。电商的下半场的存量时代,我们仍然可以期待下一个流量奇迹,但它更可能是以突破性的创新思维转化对手流量池,在巨头夹缝中寻找新的错位竞争空间。

图11: 拼多多的用户增长曲线逐渐向阿里靠拢



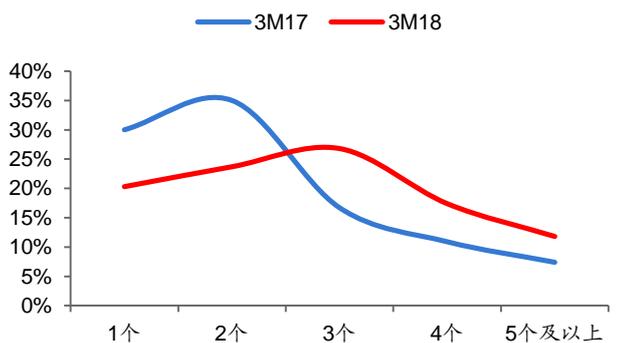
数据来源: 各公司季报, 广发证券发展研究中心

图12: 拼多多正在加深对竞品用户的渗透



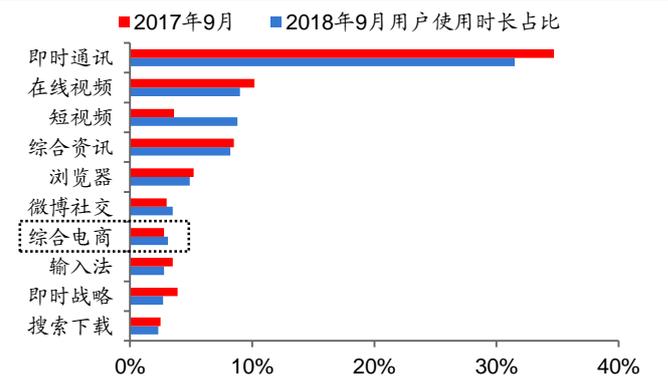
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图13: 过半数用户使用超过3个电商APP, 忠诚度下降



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图14: 电商也面对内容平台对用户注意力的争夺



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

(二) 同质化: 传统零售走过的弯路, 电商一条也不会少

存量时代的一个特点是同质化。传统零售的同质化历史正在电商界重演。无论平台是以C2C、物流配送、特卖还是拼团作为起家卖点,在发展过程中都不可避免地“天猫化”,采用开放平台品牌入驻+佣金广告流量变现的模式;从产品设计、运营活动、品牌入驻到物流体验的差异在逐渐消弭:

1) 流量: C端玩法最容易相互借鉴,也最容易失效。从阿里天猫“双11”开始,电商造节成为通行做法,京东“618”、苏宁“818”、唯品会“12.8”、淘宝“双12”等等,电商购物节已演变为头部电商的营销竞赛。促销方式上,从各色折扣满减到线下庆典,虽然每年都有新的边际玩法,但在消费者端感知已是乏善可陈。

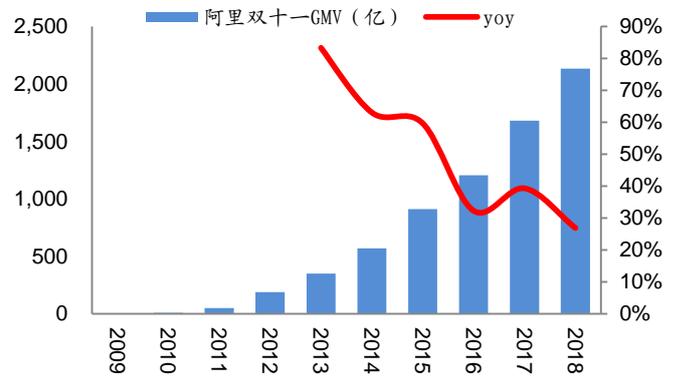
拼多多崛起后,大量电商玩家迅速跟进拼团策略;但缺少后端的工厂直连及尾货供应,竞争者往往与原有平台共享同一盘货,后端供应链与前端流量玩法不匹配,无法发挥出拼团的社交力量(关于京东拼购的解读可参考我们于2018年12月17日发布的报告《至暗时刻,京东的困顿与破局》)。随着拼多多从拼团拉新增长逐步自我迭代,由流量运营创新向更纯粹的性价比优势进化,拼团的流量玩法逐渐失色。

图15: 淘宝/京东/拼多多的用户首页相似度增加



数据来源: 各APP截图, 广发证券发展研究中心

图16: 阿里18年双十一GMV增速降至26.9%



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

表 1: 电商纷纷跟进拼团+分享策略, 但结果并不理想

平台	行动	结果
苏宁	2016年7月中旬, 苏宁乐拼购上线。通过分享微信好友、发朋友圈等方式完成拼购, 商品以自营为主。2018年818发烧购物节发布会上, 苏宁易购总裁侯恩龙宣布乐拼购业务升级为苏宁拼购	日均30万左右活跃用户。2018年818中, 仅一小时, 苏宁拼购就突破100万单
网易	2017年推出了“网易一起拼”(严选产品)	2018年网易严选入驻拼多多品牌馆
京东	2018年4月京东拼购上线, 6月1日起个人可正式申请入驻, 平台使用费500元/月以及扣点1%(8月31日前入驻的商家可减免平台使用费)	2018年拼购的商户渗透率从Q1的16%上升到Q2的40%, 占3P交易量超过10%。2018年618期间, 京东购物小程序用户数从今年1月的5000万拉升到2.13亿
淘宝	2018年3月推出了淘宝特价版, 2018年8月支付宝上线5折拼团(引流至淘宝小程序)	从APP本身看, 淘宝特价版几乎就复刻拼多多, 使用商品流展示

数据来源: 36Kr, 广发证券发展研究中心

2) 物流体验: 第三方快递能力的加强正在抹平不同电商平台间物流体验的差异。高效物流与退换货曾是京东的王牌服务, 然而这一长处正被阿里的菜鸟物流快速追赶: ①2017年, 天猫双十一物流单量超过8亿, 是五年前的6倍, 而签收高峰从11月16日提前至14日、菜鸟系统配送1亿个包裹的时间从9天降至2.8天; ②菜鸟网络自13年成立以来携阿里系前端规模优势+持续投入(17年9月, 阿里公告53亿元增资菜鸟, 持股比例由原47%增至51%并纳入合并报表), 至1H18, 菜鸟物流市场接入142个城市, 3879个仓库, 总仓容面积5212万平米, 当/次日达服务覆盖1500个区县,

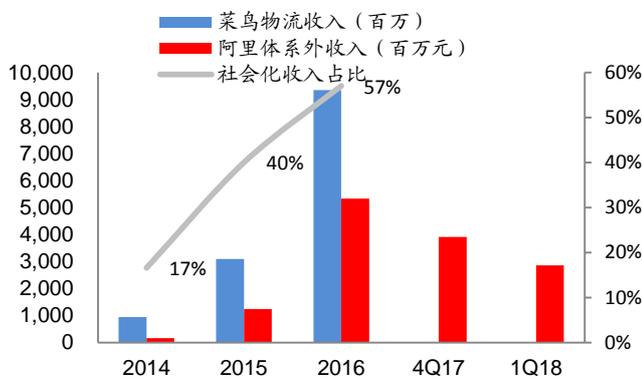
接近京东17年初水平；③从整个快递行业的服务质量来看，通达系的申诉量在近三年快速降低，韵达、中通的申诉率已经逐渐逼近京东、顺丰等高端快递，质保与便捷的退换货已经变为电商标配。

表 2: 菜鸟系统正在追赶京东的物流领先优势

	菜鸟	京东	顺丰
单量	206 亿 (FY18)	15.8 亿 (2017 年)	30.5 亿 (2017 年)
仓储面积	协同 3000 万平米; 菜鸟集市连接 212 万平米	1160 万平米 (3Q18)	140 万平米; 规划/在建面积 272 万平米
仓库数量	零售通专业仓/前置仓覆盖 270 个城市; 跨境仓 231 个; 菜鸟集市连接 3879 个	515	各类仓库 136 个
配送覆盖范围	2700 个区县	2017 年中报覆盖 2691 个区县, 现基本全国覆盖	2672 个区县
当日达次日达	1500 个区县	1752 个区县	提供顺丰即日/标快服务
平均时效	境内 2.5 天, 跨境 10 天	无	各项时效排名第一
快递员	接入快递员 300 万	物流员工 13.6 万	各种用工收派员 21.3 万
干/支线数量	专业线路 609 万条, 集运干线 3000 条	/	7.8 万

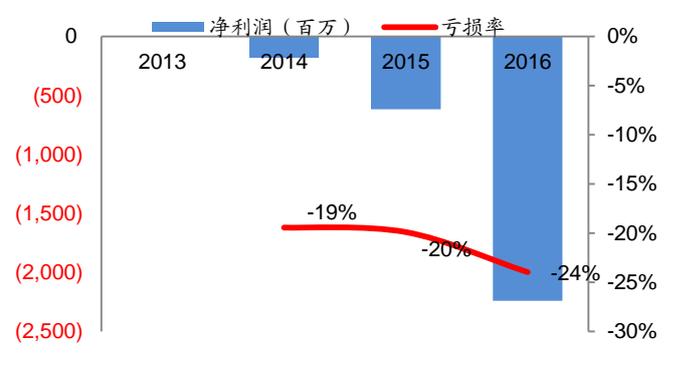
数据来源: 京东、阿里巴巴年报, 广发证券发展研究中心 (阿里财年截至当年 3 月 31 日)

图 17: 1Q18 菜鸟社会化收入 28.5 亿元



数据来源: 阿里巴巴年报及季报, 广发证券发展研究中心

图 18: 菜鸟尚处于投入期

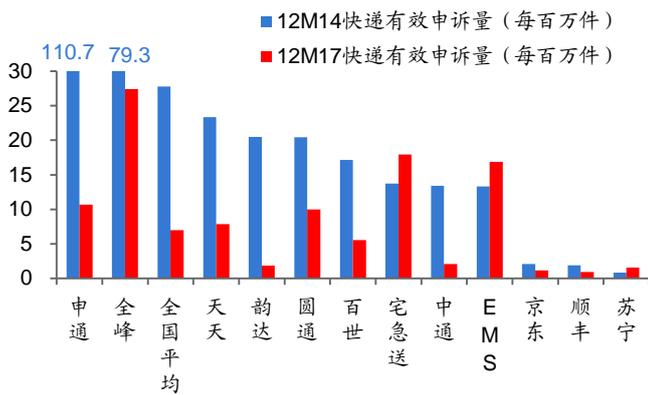


数据来源: 阿里巴巴年报及季报, 广发证券发展研究中心

3) 商品: 品牌的全渠道渗透导致电商平台“内容”同质化。 电商突破了时间与空间的限制, 无限货架可以零边际成本地陈列更多品牌的全系列商品, 可以容纳尽可能多、不同消费层级的客群购物, 新增的商品与客群并不会明显破坏原有的用户体验, 借助 3P 品牌入驻模式, 主流电商平台普遍向着大而全的“the everything store”发展, 彼此之间的品牌和品类丰富度差异快速缩小。

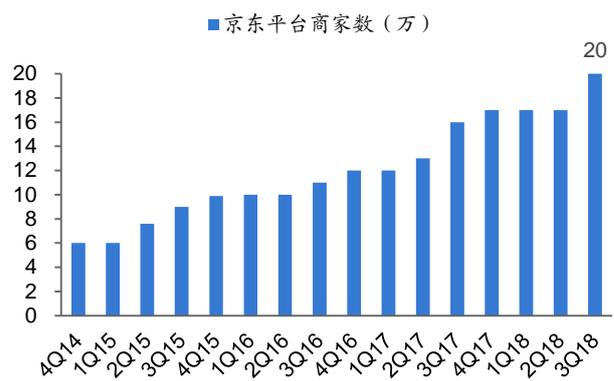
以 2018 年的 618 促销为例, 天猫、京东的电器、家居、餐饮、母婴等主要品类销量前十的品牌已高度重合; 拼多多也在加强与品牌商合作, 逐渐升级自身产品品牌属性。从品牌商的角度考虑, 入驻多平台的边际成本亦很低, 完全不必拒绝可以扩大销售的新渠道, 全平台渗透是必然趋势。

图19: 快递行业整体申诉率快速降低



数据来源: 邮政局, 广发证券发展研究中心

图20: 京东3Q18加速平台商家扩容



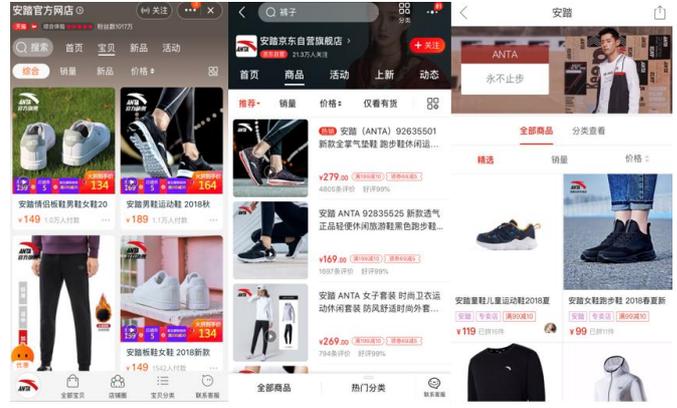
数据来源: 京东季报, 广发证券发展研究中心

图21: 拼多多多类目已经引入了丰富的品牌产品



数据来源: APP截图, 广发证券发展研究中心

图22: 诸多品牌选择全平台入驻 (以安踏为例)



数据来源: 各APP截图, 广发证券发展研究中心

表 3: 2018年618促销中, 天猫京东销量前十的品牌呈现极高的重叠度

	家电 3C		家居清洁		食品保健		母婴		美妆个护	
	天猫	京东	天猫	京东	天猫	京东	天猫	京东	天猫	京东
1	苹果	苹果	清风	维达	三只松鼠	五芳斋	帮宝适	惠氏	欧莱雅	欧莱雅
2	小米	华为	维达	清风	五芳斋	茅台	全棉时代	乐高	玉兰油	玉兰油
3	美的	小米	心相印	蓝月亮	易果生鲜	三只松鼠	可优比	美素佳儿	SKII	SKII
4	海尔	美的	蓝月亮	心相印	百草味	五粮液	爱他美	帮宝适	兰蔻	清扬
5	奥克斯	格力	威露士	石头	/	蒙牛	好奇	雅培	HomeFacial	自然堂
6	华为	海尔	洁柔	洁柔	蒙牛	伊利	巴拉巴拉	花王	悦诗风吟	海飞丝
7	荣耀	奥克斯	植护	威露士	伊利	洋河	好孩子	好奇	自然堂	安热沙
8	格力	联想	汰渍	奥妙	汤臣倍健	/	moony	美赞臣	雅诗兰黛	百雀羚
9	飞利浦	戴尔	奥妙	汰渍	新肌饮	京东生鲜	子初	爱他美	百雀羚	迪奥
10	vivo	一加	全棉时代	妈妈壹选	Swisse	龙利鱼	美素佳儿	贝亲	珀莱雅	雅诗兰黛

数据来源: 亿邦动力网, 广发证券发展研究中心

(红色为二者 Top10 重合品牌, 蓝色为 Top10 与另一平台 Top20 重合; 由于“二选一”问题的存在, 这里未选取服饰品类)

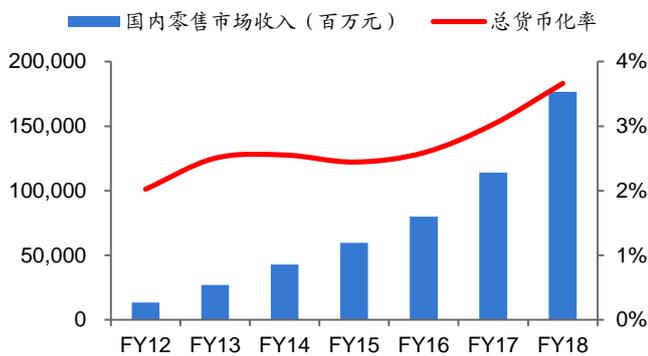
电商“天猫化”的背后, 是广告变现流量的商业模式驱使。线上广告的触达范围、技术革新推动的营销精准度非线下能比拟, 阿里国内电商持续提升的货币化率

(FY2012的2.02%提升到FY2018的3.66%)显示了品牌商攀升的广告支付意愿。根据艾瑞咨询的数据,2017年电商广告市场规模达到1230.1亿元,依然保持同比41.2%的高速增长。在充足的预期广告变现空间中,平台极力扩大自己的用户群、覆盖全品类全收入阶层——更多流量意味着更多的广告投放,意味着更多的利润。

但寡头垄断下的广告提价瓶颈或已到来。 FY2Q19, 阿里国内零售电商收入增速降至26.8%, 低于天猫实物GMV的30%增速; 收入拆解为客户管理(即广告, 品牌可选)与交易佣金(固定GMV比例)两部分, 占大头的客户管理收入增速更低(25.3%); 其中有阿里自身内容化变革的因素, **但也反应了电商流量价格的瓶颈。** 对比线上与线下的渠道费用: 17年线下A股7家代表性百货公司经调整(即计算为天猫GMV口径)的平均渠道费用率为14.2%。线上, 假设阿里体系所有广告收入来自天猫, 则对应FY18天猫平台货币化率为7.5%; 如果叠加5%左右配送费用率(线下门店则无需承担最后一公里成本), 线上的渠道费用已至13%左右, 对比线下不具明显优势。

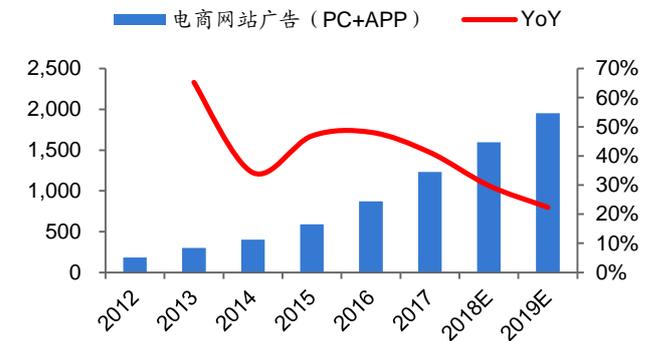
电商没有地理区隔的保护, 同质化过后的淘汰速度将快过传统零售。 头部电商已经看到粗放式经营下流量变现的瓶颈, 一方面不断在流量玩法层面推陈出新(如内容带货等“泛娱乐化”运营), 一方面更快地向供应链深入, 推出自有品牌、加强国际品合作等, 行业正在快步走向结构分化。电商的存量时代, 堆砌商品、粗放经营的生存空间越来越小。

图23: 阿里巴巴的货币化率呈上升趋势



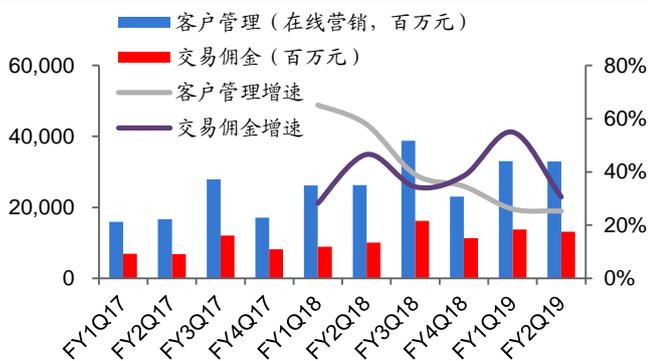
数据来源: 阿里巴巴年报, 广发证券发展研究中心

图24: 电商广告市场(亿元)仍然处于高速增长阶段



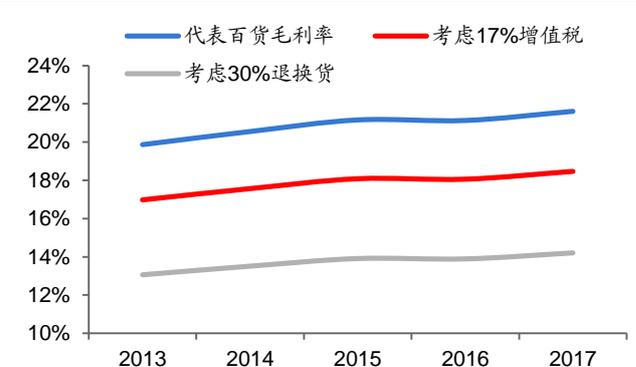
数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图25: 阿里广告收入增速显著放缓



数据来源: 阿里巴巴年报及季报, 广发证券发展研究中心

图26: 2017年线下百货渠道费用率约为14.2%



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

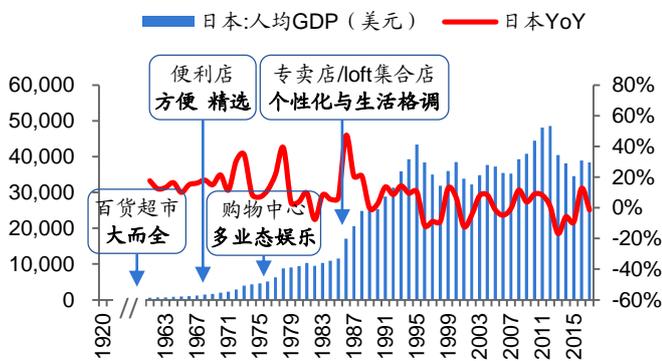
(毛利率取王府井、重庆百货、合肥百货、天虹股份、鄂武商、大商股份算数平均值)

（三）差异化：高度分工以提升社会效率的经济学原理亘古不变

存量消费时代的渠道竞争催生流通业的经营创新与业态更迭。如日本零售曾经历过的变迁：1960s前是百货兴起的卖方时代，但经历了商品力爆发、宏观经济波动后，1975年后追求品牌化、个性化的消费升级推动了便利店、购物中心、专卖店/loft的发展，简单将产品摆上货架的粗放经营逐渐衰落。

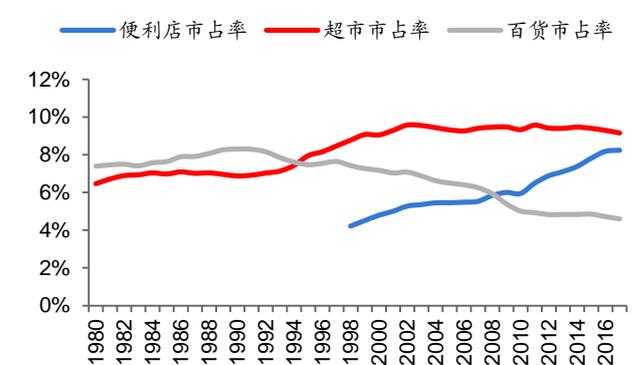
存量时代，紧跟消费者需求变换的公司才能脱颖而出。伟大公司首先是选对了最契合时代的商业业态、继而是该业态中最优秀的龙头。在美国，我们看到深度契合中产需求的仓储超市Costco，2008年以来营业复合增速7.9%、净利润复合增速12.5%，在传统零售普遍受到电商冲击的情况下逆势全球扩张、稳健增长。在日本，出现了将“站在客户的角度思考问题”做到极致的便利店7-Eleven，市场份额持续提升，2016年本土市占率达到42.7%，并实现了在全球20个国家和地区的复制，成为全球第一便利店品牌。

图27：日本收入提升过程中渠道存量竞争催生新业态



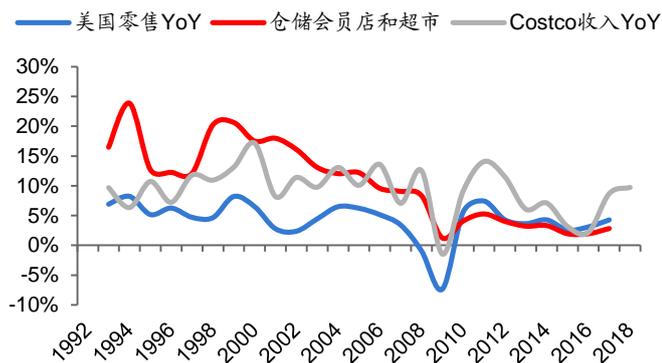
数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

图28：日本的百货业态逐步衰落，便利店发展迅猛



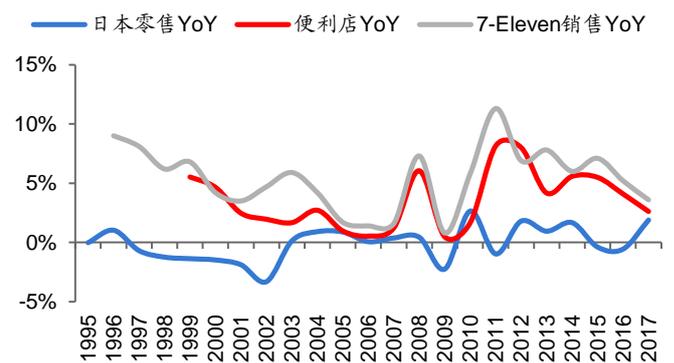
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图29：金融危机后Costco增速明显跑赢行业



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图30：7-Eleven的增速跑赢日本便利店及零售整体



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

结构分化的行业趋势来源于分工以提升社会效率的基本经济学原理。零售公司为“场”，若以“人”和“货”的维度建立坐标系、体现公司在大流通业中所担任的社会分工，我们将零售形态的公司划分为四个象限：

1) 生态型公司。生态型公司多为互联网电商公司，且已突破零售的边界，跨行业布局，是商业基础设施的提供者（商业平台、支付、物流、云等底层支持）。在

零售业态内体现为“大而全”，提供最丰富的产品、覆盖最广泛的人群。典型公司为亚马逊、阿里巴巴，实体零售中的沃尔玛，以及未来有潜力成长为小生态的美团点评、苏宁易购等。

2) 围绕特定用户/需求，产品丰富的“生活方式”公司。“生活方式”公司产品与服务相对丰富，但围绕某一类需求或人群进行开发。典型公司为围绕“近距离便利”的7-Eleven，跟随消费者不断推出变化的产品与服务；围绕“米粉”人群的小米有品。

3) 产品精简、定位更精确的垂直型公司。此类公司在围绕某类需求的基础上更为聚焦、进一步精简SKU以提升经营效率，增强产品性价比属性，典型代表如Costco与ALDI，国内网易严选等精品电商亦是这一象限的雏形。大而全的角色原本由沃尔玛、梅西百货等big box门店担任，但在电商冲击下实体店受制于物流空间限制、无法提供最丰富的产品选择，在第一象限优势不再，将逐步向第三或第四象限转移。

4) 产品精简却能覆盖各类需求。由于社会中的客群和需求总是分层的，在逻辑上这一象限很难成立。

图31：生态型公司与定位精准、将供应链做到极致的公司最容易脱颖而出



数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

纵观全球，当前时点脱颖而出的零售公司都是在各自象限内远离原点、脱离了同质化竞争圈。在大而全的第一象限，普通的零售公司已经很难与亚马逊、阿里巴巴等生态型互联网公司抗衡，流量生意的马太效应造成了强者恒强的趋势；对于一般的垂直型公司，在特定的客群或需求类型内，通过聚焦建立自身壁垒。

观察Amazon、Costco、ALDI、7-Eleven，它们或有典型的付费会员体系、或有深度自有品牌；付费会员通过前端的用户筛选构建差异化的内容组合，自有品牌则重构后端供应链，创造差异化内容本身。这是渠道商构建差异化竞争力的两个重要方向，也是寻找存量时代投资标的两个重要维度。

二、付费会员：锦上添花有余，雪中送炭不足

作为“存量突围”系列报告开篇，本篇报告将重点解读付费会员体系的建设和运营策略。

会员体系是流量层面的运营策略。无论付费与否，零售会员本身是一种用户筛选机制，旨在筛选出更愿意支付溢价的客群，并从中挖掘更多收益。商业模式、盈利本质决定会员体系的建设形态，不同模式没有优劣之分，但所需的禀赋基础与产生的价值不同。根据构建逻辑，我们将会员体系分为积分制、独享制、全家桶三类：

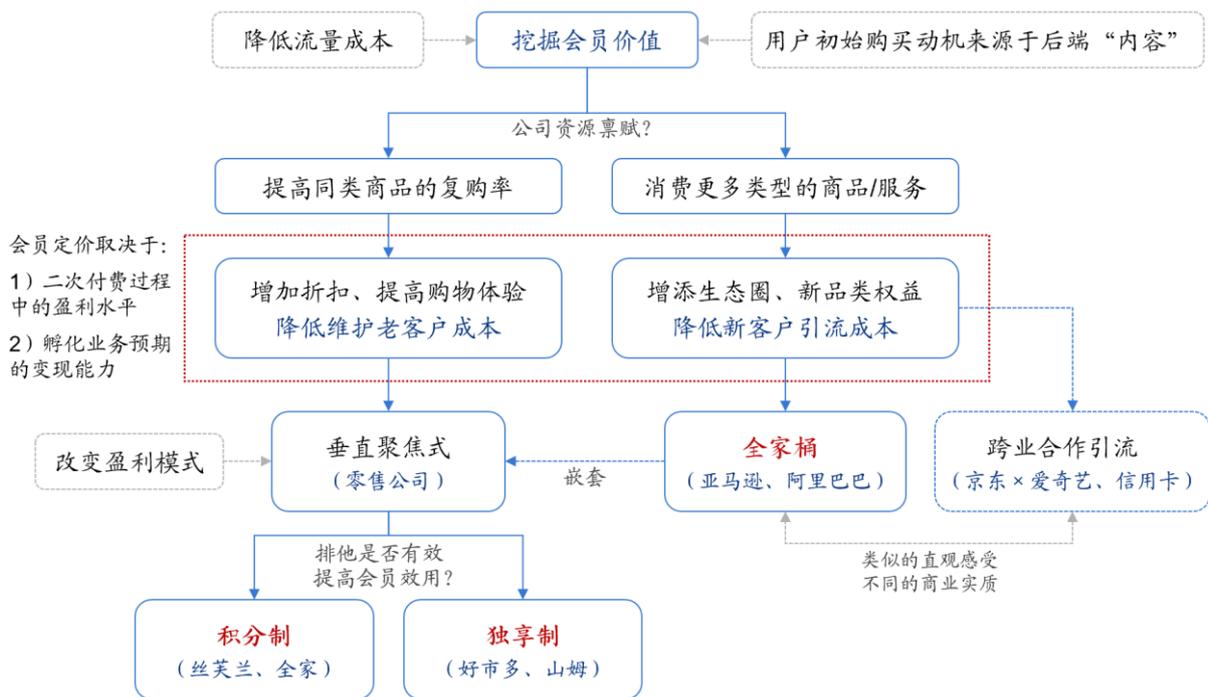
1) 积分制：以消费量区分会员等级，与是否付费并无明确因果关系，零售公司依然以商品进销差盈利。积分制将难以替代的服务价值分解到一般产品的重复消费中，刺激弱势产品的销售，典型代表如丝芙兰。

2) 独享制：俱乐部模式，会员身份为购物“门票”、不以消费量划分用户等级。独享制会员建立在“排他性”购物的必要性之上，目前仅有会员制仓储超市使用。独享制聚焦需求相对一致的群体，把拓展新用户和新品类的费用用于持续提升原有领域的运营效率，形成深厚的低成本壁垒，典型代表如 Costco。

3) 全家桶：包含零售及非零售（媒体等跨行业权益）优惠，适用于主业为零售、拥有跨行业全生态布局的互联网公司，目的在于培育体系内相对弱势业务。生态公司站在更高的立场上，从系统的角度考虑用户粘性和变现，在零售主业让渡给会员的权益将通过广告、内容等多种变现途径回收，典型代表如亚马逊。

总结丝芙兰、Costco、亚马逊三类成功会员制运营案例，我们认为会员制本身效仿的壁垒不高，更多用于优秀公司充分调动和发挥自身资源禀赋，即“锦上添花”有余，“雪中送炭”不足。考察会员制运营成功的公司所具备的禀赋基础，仍然回到最朴素的核心竞争力构建：**差异化的产品和服务、供应链的成本效率优势。**

图32: 构建零售会员体系的基本框架



数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

(一) 商品类型与生态资源决定付费会员构建逻辑

零售付费会员具有“二次付费”机制，即单独购买身份后，每次商品交易另行结算费用；这与流媒体、美容健身会员的一次购买、无限使用（一段时间内）不同，后者的会员费等同于产品/服务售价。

我们依零售会员的构建逻辑将其系统性地归纳为三类：

1) 积分制：以消费量衡量等级、为忠实用户提供消费返利或附加权益，核心目的在于提高消费量。积分制会员体系遵循薄利多销建设原则，积分体系为提升连带销售而存在，与是否付费并无明确因果关系。**成功的积分制会员建立在公司自身的流量抓手（优质产品或服务）之上，本质是将难以替代的服务价值分解到一般产品的重复消费中，连带其他产品销售。**

2) 独享制：俱乐部模式，会员身份为购物“门票”。独享制会员体系适用于俱乐部式仓储超市，其盈利本质已从商品进销差与级差地租转变为批发服务费。服务排他的必要性，来源于仓储超市门店中叉车运作、批量堆放需要限制闲杂客流，拒绝非目标客群的偶发性消费以保证会员的购物体验，最大限度实现前端需求的稳定性，进而优化供应链效率、提升性价比，最终进一步提升会员购物体验。

3) 全家桶：包含零售及非零售优惠（运费优惠+视频音乐+电子阅读等），服务于亚马逊、阿里巴巴等生态公司。全家桶式会员体系在加强零售主业的用户粘性外，更在于培育体系内相对弱势业务。其逻辑与联合会员不同：从消费端感知，天猫+优酷的会员组合与京东+爱奇艺并无明显差异；但前者是体系内部的业务孵化、以强带弱；后者是典型的资源互换（与信用卡消费优惠的本质相同），双方的流量水平须得门当户对（或者以现金补齐），阶段性引流过后很难长久维系合作。

会员形式本身没有优劣之分，能否与主体商业模式更好地契合、完成在目标客群中挖掘更多收益的初衷才是核心。三种会员体系带给消费者的感知区别，与商业模式和盈利本质密切：①积分会员体系则广泛被零售公司所使用，但其盈利本质依然是薄利多销的“进销价差”盈利模式，尽管用户端感受可能不深，却不代表它们未发挥会员的作用；②独享型和全家桶会员体系的适用范围并不广，典型公司屈指可数，但取得了为市场铭记的商业成功，更多的是因为它们变革了商业模式，成为市场中有代表性的创新者。

表 4: 会员体系的建设与零售公司的生意模式高度契合

	第一类：积分制		第二类：独享制	第三类：全家桶
会员体系	免费（积分）会员	付费（积分）会员	排他性付费会员	生态全家桶
会员权益	特价商品、积分返利、附加服务		仅会员可进入购物	核心权益+各类附加服务
典型代表	丝芙兰、大润发	屈臣氏、全家	Costco	亚马逊
设置条件	各类业态均可使用		仅俱乐部式仓储超市	生态公司

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

对于会员体系的构建，差异化的权益或服务比折扣更重要。付费会员+更多消费折扣的模式不能制造用户粘性，难以被对手复制的权益才是对用户最大的吸引力。

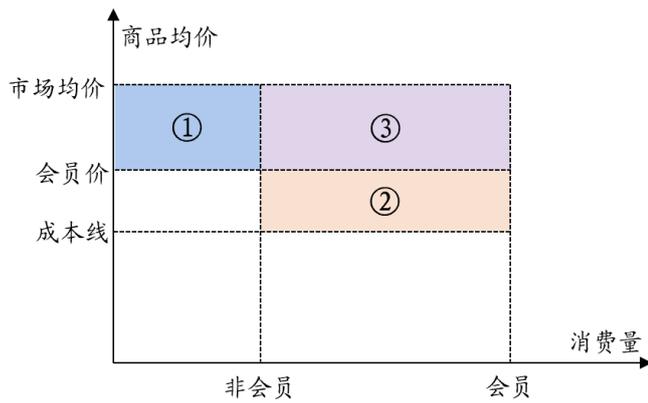
“粘性”本质是用户切换成本，如果各个渠道提供的商品和服务没有显著差异，那么剔除非理性冲动消费（当然，制造消费者冲动消费本身亦是零售商重要的能力体现之一），不管是否有会员体系，理性消费者会综合计算各家的优惠力度，最终倒向性价比最高的渠道；一旦优惠力度被其他渠道超越，消费者将进行切换，表现为续费率率的崩塌。一个会员周期内产生的消费粘性和收入增加可能是虚假的，长期稳定的续费率植根于提供的商品与服务等差异化“内容”。

简要使用微观经济学原理予以说明。暂不考虑会员体系对供应链的反向优化（会员体系稳定、大量的需求为零售商实现规模效应和自有品牌建设提供基础流量，我们将在后续系列报告之二中阐述），免费会员的“多买多省”是商家将③让利消费者、自身获得②（左图），本质上和无差别低价相同。付费会员的状态下最终依旧会回到成本（价格）竞争：1）当会员价>成本线（左图）：消费者要求①+③>会员费，企业需求会员费+②>①，推得②+③>0，即市场均价>成本线；2）当会员价<成本线（右图）：消费者要求①+②+③>会员费，企业需求会员费>①+②，推得③>0，即同样要求市场均价>成本线。

如果“内容”层面不存在差异，付费会员制是对生产者剩余和消费者剩余切割的重新包装；短期内，付费会员可能会带来消费者的非理性购物行为、有效拉动收入端增长；长期来看，市场终究回到经济学中的均衡位置。

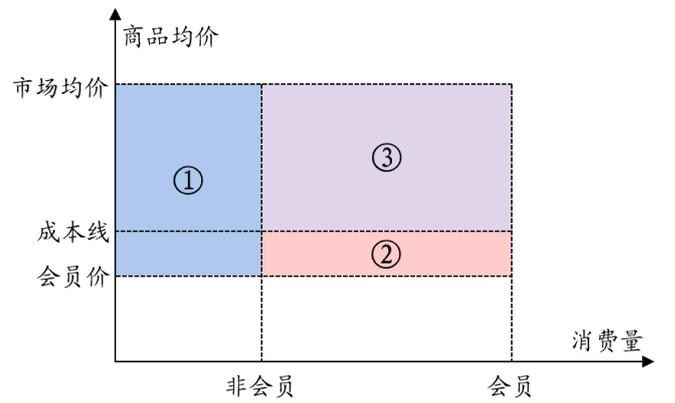
对于异化的差异化权益，比如“积分兑换游艇游”，当消费者无法算清楚“游艇游”的权益价值和能获取的概率，以及其他竞争者不采用类似的销售手段时，或许会产生一定的带动作用。但这仅能起到阶段性的效果，当用户认识到权益的真实价值（或低概率），或者竞争对手纷纷跟进时，会员的作用又将消失。

图33: 会员价>成本线的情况



数据来源：广发证券发展研究中心

图34: 会员价<成本线的情况



数据来源：广发证券发展研究中心

突破价格竞争陷阱的方式，即三类会员体系的成功：

1) 丝芙兰 (Sephora) 通过差异化的专业服务、独有的高端品牌供货渠道，回避直接的价格竞争。对比大陆地区化妆品CS渠道的两大龙头，使用免费会员的丝芙兰，其经营效率远高于使用付费会员的屈臣氏：2008-2017，丝芙兰营收复合增速达到12.4%，屈臣氏仅为5.6%；2017，丝芙兰坪效达到3.88万元/平米/年，是屈臣氏（1.12万元/平米）三倍以上。

2) 好市多 (Costco) 成功得益于供应链持续优化，成本费用结构稳定低于竞争对手。Costco利用付费会员制筛选出注重品质和性价比的中产阶级，配合SKU精简+仓储超市模式，费用率（常年10%）大幅低于沃尔玛（20%左右），存货周转速度（30.5天）亦快于沃尔玛（41.9天），构建起低费用、高周转的坚固壁垒。

3) 亚马逊 (Amazon) 通过其他途径回收让渡给会员的运费成本。单纯考虑零售业务，为会员免邮的成本与会员多消费产生的毛利大致打平，除类似Costco赚取会员费及广告流量变现之外（电子书等媒体资源边际成本极为有限），Prime会员更成为亚马逊孵化推广其新业务的利器：除Kindle电子书成为全球第一大电子书库之外，亚马逊视频Prime Video、音乐Prime Music等均以发展为全美排靠前的服务体系，具备独立收费能力。

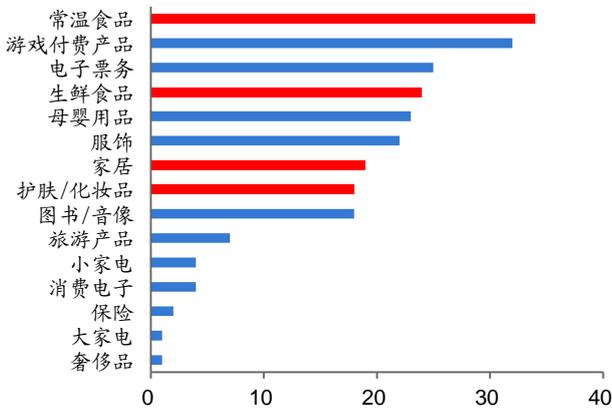
从后文的案例分析中，我们可以更清楚地看到三类案例均是在自身体系内“以强带弱”、令强者更强。遗憾的是，绝大多数零售公司并不具备上述差异化的内容，或供应链的成本优势，也就难以会员突破价格陷阱；更遗憾的是，即使获取了最初的会员，多数公司并不懂得如何围绕会员构建差异化内容组合，或者优化供应链加强成本优势。对于会员体系适应的业态，我们认为：

付费会员更适宜高频渠道。稳定的付费会员体系建立在稳定的消费预期之上，稳定的消费预期使消费者得以评估会员“票价”是否合适。垂直型公司中超市渠道较为理想：Costco的食品、简单日用品都是每周/每月固定补充的商品。对于购物频次较低的业态（如3C家电、家具），即使优秀公司也难以运营付费会员体系，原因在于消费者很难确定一个会员周期内是否会发生购买——除非消费者买会员能够一次值回票价，但对商家而言，这无法发挥稳定供应链的作用，实际效果与直接折扣是相似的。

大而全的电商和综合零售商可以将低频组合为高频。单一品类看，低切换成本使电商比实体零售更难运营会员体系；但综合电商是无限大的百货，能够容纳几乎

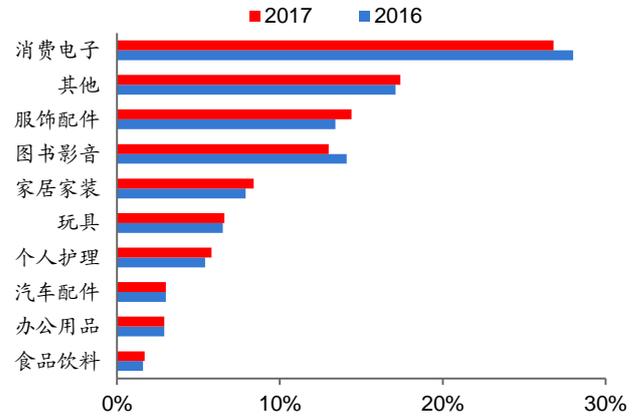
全部实物商品需求。以亚马逊为例，低频次的电子产品、服饰等长尾商品是平台销售主力，2017年高频的食品饮料销售只占1.7%；但多品类需求叠加，使消费者的购买频次突破品类限制、全平台复购率大幅提升，成为购买付费会员的基础。类似的，依据阿里官方披露，FY18，阿里五年老用户人均消费年消费123笔，涉及23个类目，年消费金额达到1.23万元，远高于一年新用户。

图35：不同品类的年消费频次不同



数据来源：凯度（2016），广发证券发展研究中心

图36：亚马逊销售额占比较高的品类并非高频类



数据来源：eMarketer，广发证券发展研究中心

（二）丝芙兰 vs 屈臣氏：免费 vs 付费，产品力与权益价值是关键

丝芙兰与屈臣氏均属全球布局的化妆品CS龙头，在中国大陆都有充分布局（分别于2005年/1989年进入）。前者来自法国，属LVMH集团，彩妆占比高、品牌高端化、国际化；后者来自香港，个护比例大，本土品牌和自有品牌更多。

丝芙兰与屈臣氏在会员体系上采取了不同的打法：**同为积分制，但丝芙兰以消费量划分会员等级、设置分层权益；屈臣氏会员则具有较低付费门槛，会员不再分等级、权益设置相对简单。**二者的业绩分化不因会员体系而出现，但如我们的观点，付费会员本身并不能成为维系客户忠诚的利器，渠道本身的产品力和为会员提供的真实权益价值才是关键所在。

表 5：丝芙兰免费会员与屈臣氏付费会员对比（中国大陆）

等级	丝芙兰		屈臣氏（中国）
	BI（白卡）	VIB（黑卡）	VIB Rouge（金卡）
门槛	免费注册	每年消费>¥1500	每年消费>¥12000 占比不超过10%
权益	生日礼品 免费试用装 免费 beauty 课程 积分兑换中样 偶尔的 9 折活动	BI 基础上叠加： 专享礼物和 deal 新品优先下单 一年一度八折大促	VIB 基础上叠加： 专享礼物、促销、高级服务 新品最优先下单 优先参与八折大促 网购满 100 免运费

数据来源：丝芙兰、屈臣氏官网，广发证券发展研究中心

丝芙兰的专业服务和背靠LVMH集团的供货渠道，本身具有极强的服务与产品的差异化竞争力。丝芙兰背靠LVMH集团，旗下品牌新品有供货保障；同时，作为专业美妆店，丝芙兰门店配备专业化妆师提供选购建议、各类产品均可试用，享有

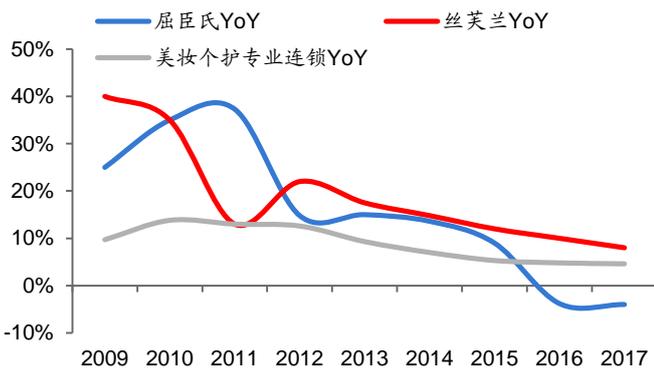
“全球化妆品零售权威”美誉，形成了独特的特色服务和差异化购物体验。

丝芙兰的积分会员立足于头部消费者对新品“快”的诉求，促使会员产生连带购物。对于时尚爱好者来说，买到新品的速度比价格更重要——丝芙兰会员针对头部用户的核心诉求，为高级会员提供了新品优先下单权益。由于会员身份需要年消费量维持，为保持新品优先下单和八折大促参与权，对于在其他渠道购买同价甚至更优惠的一般商品（比如日常美妆工具、消耗品），消费者很可能将转向于丝芙兰购买以积累积分。

我们认为即使不设立会员体系，丝芙兰依然是全球化妆品零售权威。但其建立的非单纯折扣层面上的核心会员权益，无疑带动了店中的弱势品类销售，提升丝芙兰门店整体业绩。

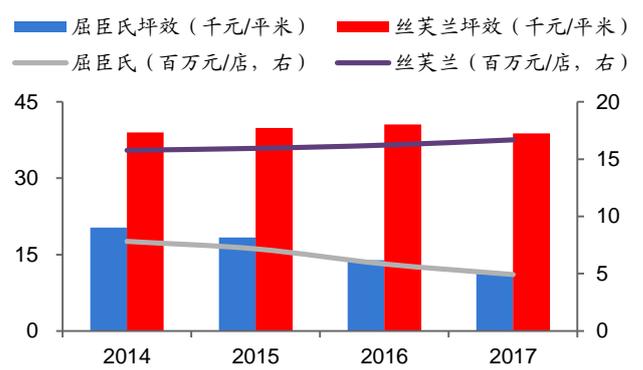
同为CS龙头的屈臣氏，虽大力推广付费会员体系（根据屈臣氏官网，屈臣氏在中国内地拥有逾6400万名会员），经营效果却差强人意。2012年起，屈臣氏（中国）的收入增速开始低于丝芙兰，2015年后出现业绩下滑。2017年，丝芙兰（中国）店效达到1668.7万元/店/年，屈臣氏为492.1万元/店/年；坪效方面，丝芙兰达到3.8万元/m²/年，三倍于屈臣氏1.1万元/m²/年的水平，且以美妆连锁行业增速为界，两者分化明显。

图37: 屈臣氏与丝芙兰（中国）营收增速出现分化



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图38: 丝芙兰坪效显著高于屈臣氏



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我们认为，丝芙兰与屈臣氏的业绩分化源于行业细分赛道变化（近年彩妆的发展较个护更为强劲）和门店面对电商冲击、消费升级的自发调整能力（品类结构、服务体验）。会员体系运营则是二者服务能力差异的重要体现。

从权益角度考虑，如果不考虑会员特价，消费者对屈臣氏会员最直观的判断是需要消费2000元（200积分）才能收回最初10元的卡费成本，消费更多才能获得实际优惠；对比丝芙兰1500元消费即可参加大促、获得优先下单权，后者权益似乎更有吸引力、且为附赠。在消费者的心理账户中，不购买会员可能会损失一点或有的会员特价优惠，但除去付费带来的心理负担、保留更大的“消费自由权”更加实在。

这或许是一个心理学问题，但核心问题是屈臣氏所提供的会员权益仅停留在价格层面——而且折扣力度较低；丝芙兰会员提供的权益则带有排他色彩、不能单纯使用金钱弥补。屈臣氏的积分会员未能跳出我们探讨的价格竞争陷阱，但丝芙兰通过分级服务和新品优先购买权成功避免了价格竞争——对于积分会员体系，产品力与权益价值是关键，付费与否不是。

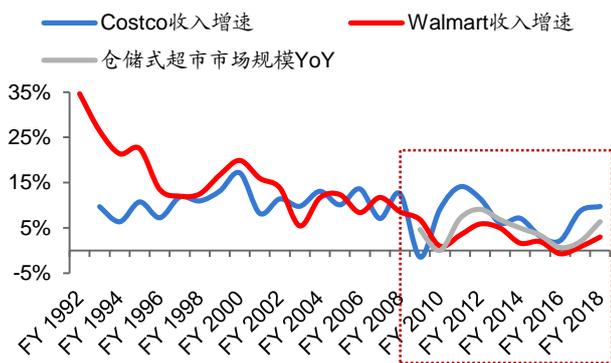
（三）Costco：会员是仓储超市的需求筛选器，并非零售灵药

Costco所代表的仓储超市将零售做成批发，排他性的付费会员源于提供前端稳定需求。会员制仓储超市的基本经营理念是聚集会员的零散购买力，统一向大型厂家订货，压缩中间环节、获得批发折扣，使得会员取得的零售价格尽可能降到最低。

会员为超市筛选出特定用户，其需求集中（精简SKU）、大量（用户基数）、稳定（生活刚需品类），是提高供应链效率前提；会员机制限制了店内客流，是叉车补货的必要条件、亦提升会员的购物体验。因而美国三大仓储超市Costco、Sam's Club、BJ's均采用排他会员模式。

仓储超市崛起是业态更迭和行业竞争环境变化，并非全因会员制本身的魔力。2002-2008年，Costco的收入增速与沃尔玛相近；2009年之后，大卖场在电商冲击下逐渐失去丰富度和价格优势，仓储超市的高性价比却因经济疲弱而越发凸显。2009-2017年，Costco营收/净利润复合增速为7.9%/12.5%；同期沃尔玛收入端复合增速仅2.4%，净利润则自2015年起出现下滑；2017年，Costco坪效达到1278.9美元/平尺/年，约是沃尔玛（432.1美元/平尺/年）的3倍。

图39：经济危机、电商冲击下仓储超市跑赢沃尔玛



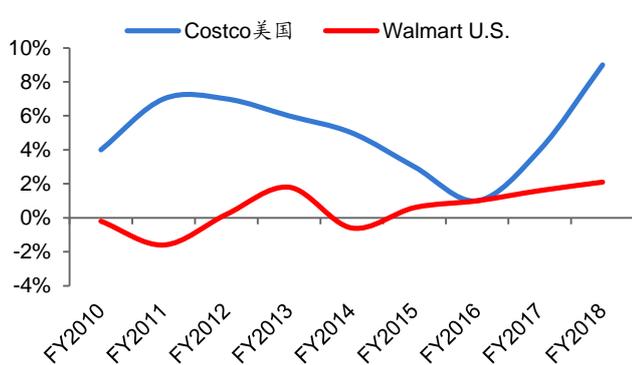
数据来源：Warehouse Club Focus, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图40：仓储超市中货架即仓库，量贩、需要叉车作业



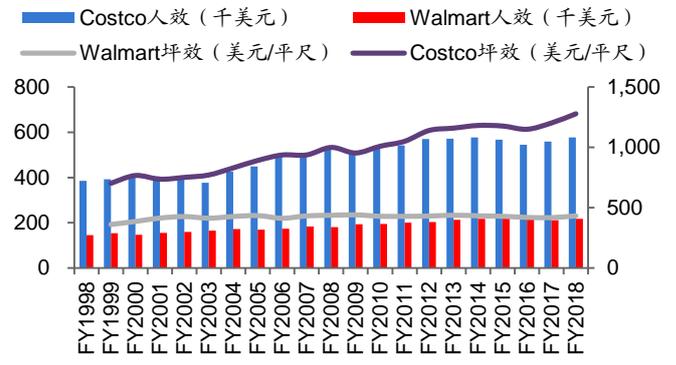
数据来源：Costco网站, 广发证券发展研究中心

图41：2010年以来Costco美国同店表现优于沃尔玛



数据来源：Costco、沃尔玛年报, 广发证券发展研究中心
(Costco财年截止到9月, Walmart为1月, 存在不同步现象)

图42：Costco坪效、人效高于沃尔玛



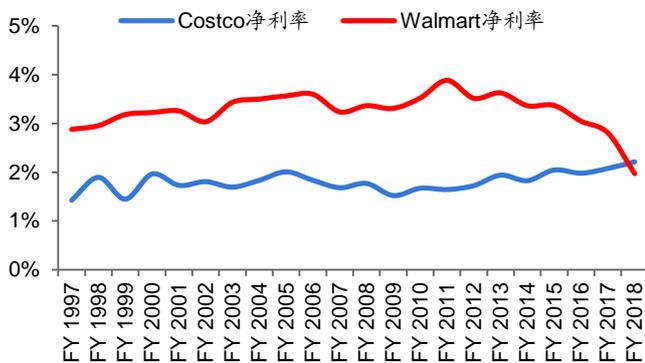
数据来源：Costco、沃尔玛年报, 广发证券发展研究中心

会员制仓储超市的盈利模式已经从商品进销差、级差地租转向服务佣金。Costco经营目标由扩大进销差转为维持稳定毛利率和净利率，依靠单品规模效应持续降低终端售价、扩大销售规模。从财务结果上看，Costco选择设定2%的会员费率、

而商品几乎完全不盈利（商品毛利率与运营费用率基本持平）。常态零售公司净利率水平为3-4%（图中沃尔玛在2017年之前的情况），如忽略运营差异，2%的设定意味着主动出让1-2%的利润给消费者。

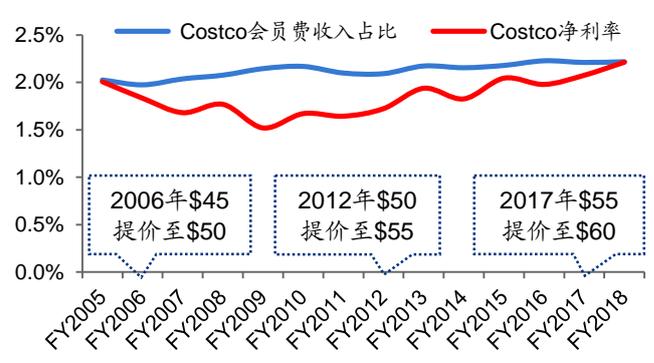
Costco通过大包装和自有品牌进一步强化性价比优势：1) 精简SKU+大包装批发挥单品规模优势，FY2018，Costco单个SKU销售额达3741万美元，是沃尔玛516万美元水平的7倍；2) 通过自有品牌建设优化供应链，降低商品成本，1999年至2014年Costco自有品牌销售量从约15%上升至约25%，但公司整体商品毛利率始终维持在10-11%；3) 在Clark.com 2017年对Costco与Aldi的比价调研中，随机抽取的19款常购商品中有9款Costco更低。而根据Bloomberg的价格调研数据，Aldi是折扣业态中价格最低的公司，同类商品低于沃尔玛7.1%、Trader Joe's 40.7%；Costco的高性价比可见一斑。

图43: Costco的利润率表现更为平稳



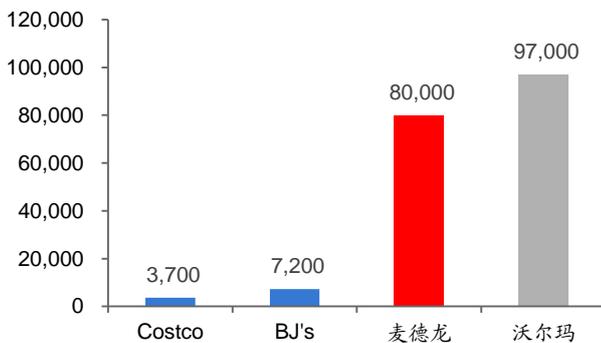
数据来源: Costco、沃尔玛年报, 广发证券发展研究中心

图44: Costco会员费收入占比与净利率稳定在2%



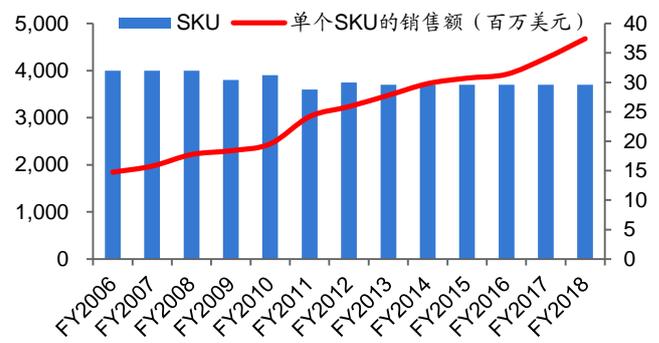
数据来源: Costco年报, 广发证券发展研究中心

图45: Costco式仓储超市SKU非常精简



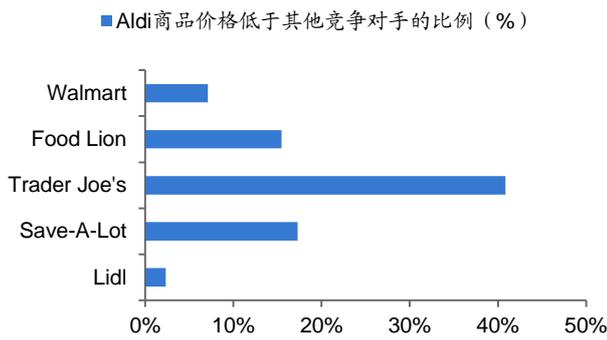
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: Costco持续精简SKU, 追求单品大销量



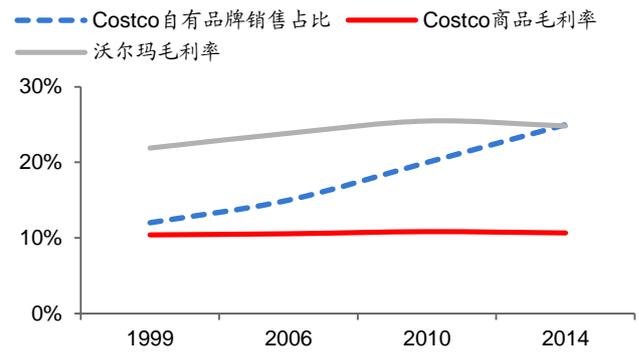
数据来源: Costco年报, 广发证券发展研究中心

图47: Aldi商品价格普遍低于竞争对手



数据来源: Bloomberg BI, 广发证券发展研究中心

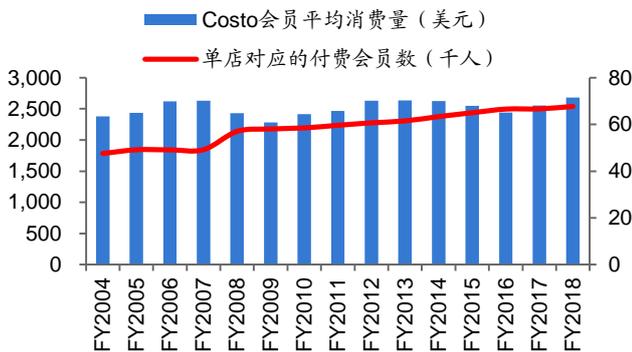
图48: Costco销售毛利率维持11%, 商品性价比高



数据来源: Costco、沃尔玛年报, 广发证券发展研究中心

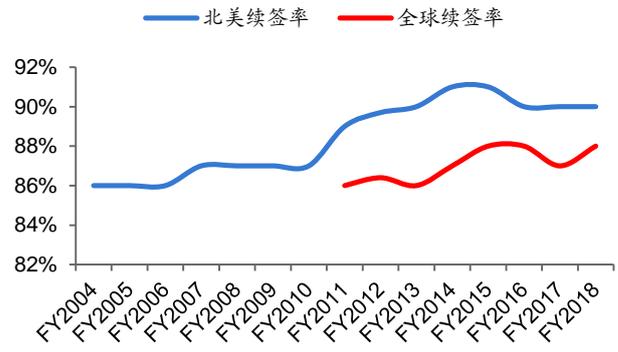
Costco经营品类以刚需为主(食品日用等), 消费确定性强。1) 单会员消费量稳定, 销售预测更容易: 2004年以来单会员最低消费为2284.0美元(FY2009)、最高2682.8美元(FY2018), 相差仅14.9%; 2) 高续费率保障供应链生产和采购的长期稳定, 有利于控制费用率: 2004年以来Costco会员续费率维持在86-91%, SG&A费用率维持在9.8%-10.4%区间, 继而形成“会员大量&稳定需求—规模效应降低运营费用—低毛利策略让利用户—需求进一步扩张”的正向循环。

图49: Costco人均消费量稳定、销售预测更容易



数据来源: Costco年报, 广发证券发展研究中心

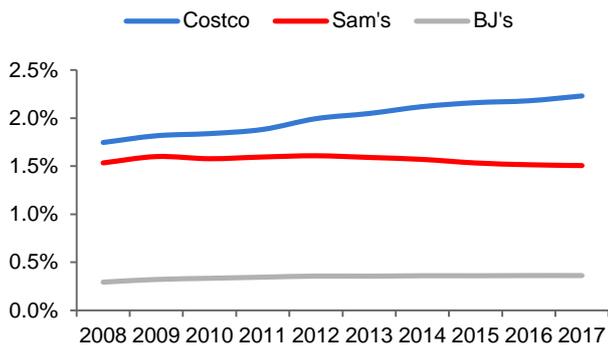
图50: Costco付费会员维持90%左右的续费率



数据来源: Costco年报, 广发证券发展研究中心

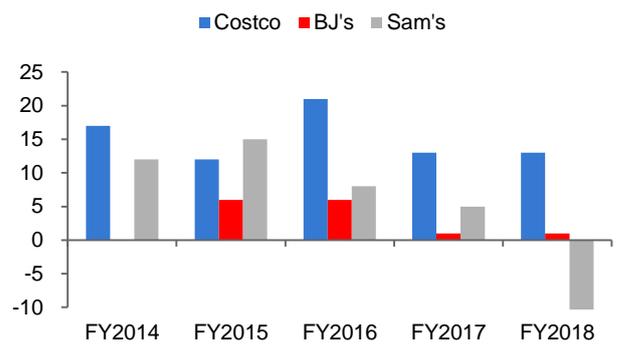
对比Costco、Sam's Club、BJ's, 三大仓储超市虽然均为相似的会员制经营模式, 但表现出显著的业绩分化: 仅看美国本土经营情况, 近十年Costco保持每年10-20家净开店、市占率自08年1.7%持续提升17年2.2%, 其他两家则原地踏步; 海外扩张方面, Costco在美、欧、亚、澳拥有762家门店(FY2018), 实现了业态的全球复制; Sam's Club的597家门店随Walmart遍布全球, 2018年却因经营问题关闭63家; BJ's至今仅有215家, 集中于美东沿海, 展店趋于停滞。

图51: Costco市占率持续提升, 其他两家变化平平



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

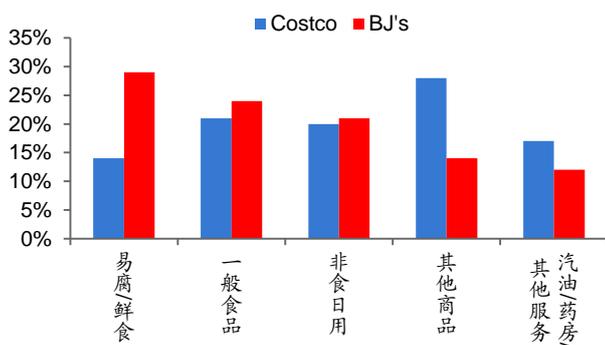
图52: Costco展店数量明显高于竞争对手



数据来源: Costco、沃尔玛、BJ's年报及季报, 广发证券发展研究中心 (Sam's Club FY2018关店63家, 坐标轴未列示)

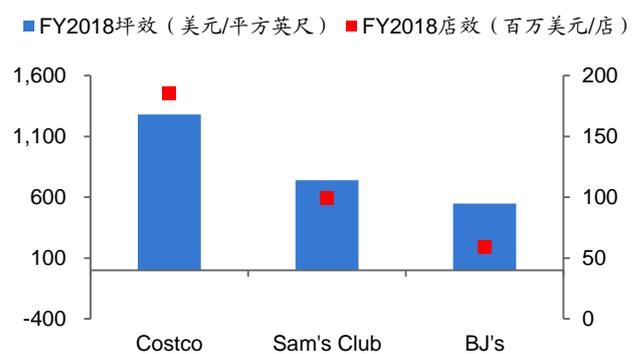
对比Costco与BJ's, 业绩差异源于供应链能力和需求定位。虽然BJ's的续费率2017年高达86%, 并不明显输于Costco (北美90%), 但Costco的SKU更精简、批发程度更深、产品更刚需, 带来门店辐射力更强、费用控制更强, 从而门店可复制性更强: 1) Costco单店SKU (3700) 仅BJ's (7200) 约一半, 单品年销售收入是BJ's的21倍, 带来的向上议价权更强; 2) BJ's易腐鲜食占比高, 品类特性对应更高的毛利率与费用率; 高频鲜食销售需要选址于城区 (租金压力更大), 量贩包装占比和单店辐射范围缩小 (购物更为少量多次); 3) 对比单会员的年消费量, Costco为2683美元, 并未大幅领先BJ's的2499美元; 但单店辐射人数 (6.7万) 是后者 (2.3万) 的2.9倍, 相应Costco坪效达1281.3美元/平方尺/年, 是后者549.3美元/平方尺/年的2.3倍。

图53: BJ's品类偏便利店, 鲜食占比高 (2017年)



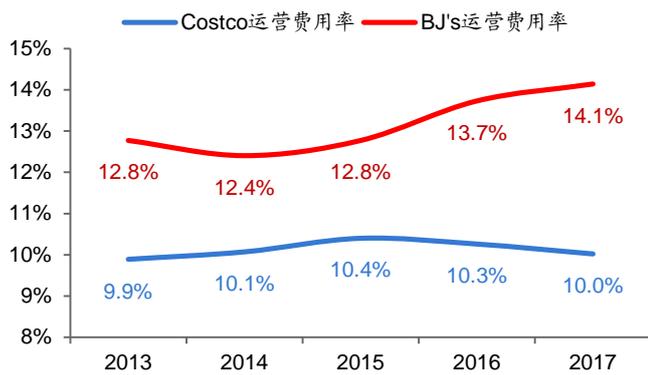
数据来源: Costco年报, BJ's招股书, 广发证券发展研究中心

图54: 三巨头业态类似但店效差异明显



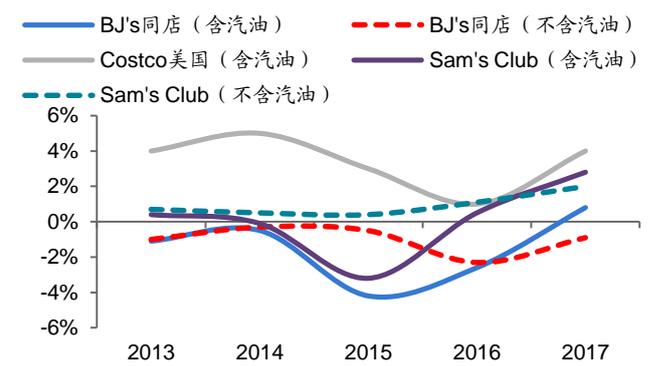
数据来源: Costco、沃尔玛年报, BJ's招股书, 广发证券发展研究中心

图55: BJ's租金、人力压力致营运费用率更高



数据来源: Costco年报, BJ's招股书, 广发证券发展研究中心
(BJ's 16/17年SG&A费用上涨分别来源于支付给期权持有者的补偿款/上市费用; 若剔除, FY2017营运用率下降0.2%)

图56: Costco同店表现优于Sam's与BJ's



数据来源: Costco、沃尔玛、BJ's年报及季报, 广发证券发展研究中心

表6: Costco 批发程度更深、产品更刚需、门店辐射力更强, 带来更有效率的运营和更强的可复制性 (2017)

	Costco	BJ's	Sam's Club
用户定位	注重品质和性价比 不需要廉价	轻微价格敏感 更高频的食品补货	追求便捷性 品质要求低于 Costco
销售收入 (百万美元)	138,434	12,496	59,216
目标客群家庭收入	\$94k	\$75k	\$25k
付费会员总量 (百万)	51.6	5	-
单会员年消费量	2,683	2,499	-
基础会员费	\$60	\$55	\$45
高级会员费	\$120	\$110	\$100
高级会员占比	约 39%	约 16%	-
续费率	北美 90%; 全球 88%	86%	-
SKU 量	3700	7200	中国门店从 1 万调至 4k
存货周转天数	30.51	34.84	-
单 SKU 销售收入 (百万美元)	37.41	1.74	-
SKU 量/平方英尺	25.5	66.7	-
自有品牌占比	约 25%	约 20% 鲜食为特色	约 16%
门店数量	762	215	597
单店销售额 (百万美元)	181.7	58.1	99.2
单店平均付费会员数 (千)	67.7	23.3	-
平均单店面积 (千平方英尺)	145	108	134
平均单店员工数量	76	123	-
加油站门店渗透率	74%	62%	-
选址 (与商品结构相关)	偏远 (顾客驱车前往) 79%物业自有, 物业成本 仅占营运用费的 12%	人流量大 (1/4 在纽约城区) 物业成本占营运用费 1/4	中国: 相对偏远但交通便利

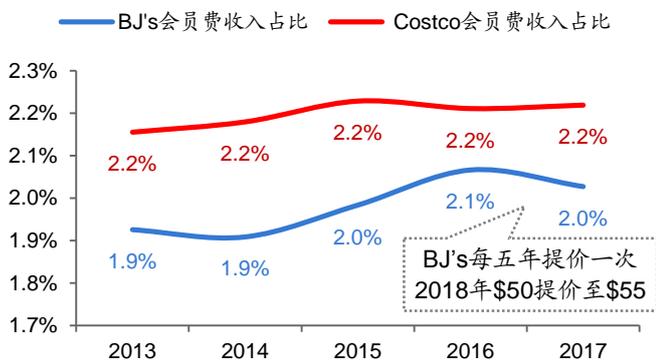
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

需要指出的是, 我们认为BJ's本身运营依然较为高效, 扩张放缓主要由于杠杆私有化导致缺乏扩张资本。BJ's同样设定2%左右的会员费比例目标, 跟随物价每5年调整一次; 营业利润率虽然低于Costco1.5pp左右, 但保持了同样的稳定态势。但

BJ's在2011年曾被私募基金以极高杠杆收购，1H18上市募集6亿美元偿还债务后仍背负19亿有息负债，导致营业利润几乎全部用于利息偿还，难以形成资金积累实现扩张。而Costco拥有健康的FCFE，2012年以来虽然持续加杠杆进行海外扩张，却始终将净息率控制在极低水平，保持财务健康。

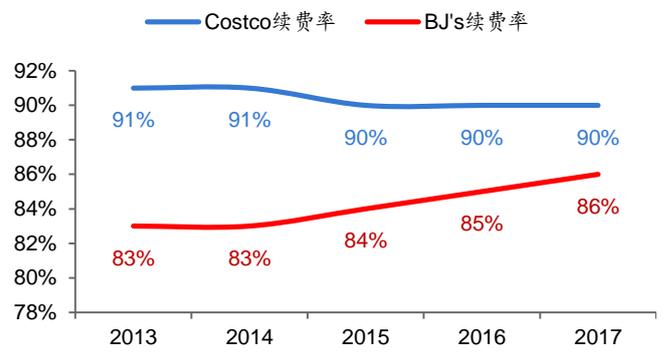
Costco所代表的深度会员制并非传统商业转型的灵丹妙药，零售公司的核心竞争力仍然要回到供应链和商业嗅觉。BJ's偏便利店形态的定位无法将仓储超市深度批发的优势发挥至Costco的程度，且即使会员续费率高达86%，BJ's仍面临同店持续下滑的问题；而Sam's Club在2016-2018年出现异于竞争对手的经营利润率下滑。Costco的壁垒是在会员制下构建起的低成本运营循环，缺少后端高效供应链体系，简单在前端套用会员制并不能成为传统零售公司转型的灵丹妙药。

图57: BJ's同样设定2%左右的会员费比例目标



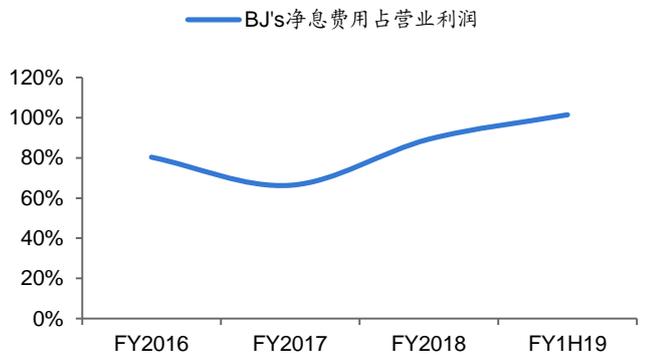
数据来源: Costco、BJ's年报及季报, 广发证券发展研究中心

图58: Costco本土与BJ's都维持较高的会员续签率



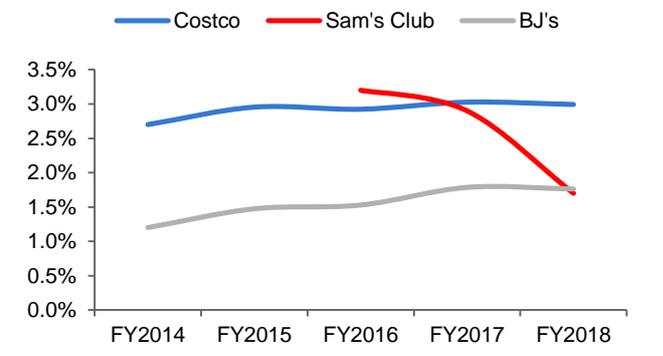
数据来源: Costco、BJ's年报及季报, 广发证券发展研究中心

图59: BJ's利润几乎全部用于利息偿付, 无力扩张



数据来源: Costco、BJ's年报及季报, 广发证券发展研究中心

图60: 三巨头的经营利润率表现不同, Costco最优



数据来源: Costco、沃尔玛、BJ's年报及季报, 广发证券发展研究中心

(四) Amazon Prime: 以免邮服务撬动生态, 会员体系助力新业务孵化

电商突破了实体零售的时空限制, 理论上可同时兼具“精选”和“丰富”属性: 精选可以通过个性推送、综合排序置顶实现; 电商无限电子货架则天然是大而全的大卖场。网购用户之间无需时空资源争夺, 实体零售中的排他以提高体验的必要性不复存在。

对于实体零售, 会员是一种数字化用户的方式。门店经营原本只对用户画像有模糊的概念, 会员体系更精确地记录了每个消费者的基础信息和购物记录, 对经营

活动和品类组合调整具有指导意义。但电商的用户信息本身就是数字化的，上述对实体零售适用的逻辑，在电商领域不再有用武之地。

用户粘性之外，线上付费会员中培育体系内弱势业务成为主要作用，典型代表为亚马逊Prime。根据贝佐斯致股东的信，2018年亚马逊在全球拥有超过1亿会员，续费率高达91%；Statista数据显示，17年Prime美国本土的会员渗透率达到59%。Prime会员核心服务为免费两日送达（亚马逊平台非会员4-5日送达且需支付邮费），是美国网购不可替代的强需求（亚马逊的差异化服务能力）；2018年，79%的用户因为配送权益而购买Prime会员。

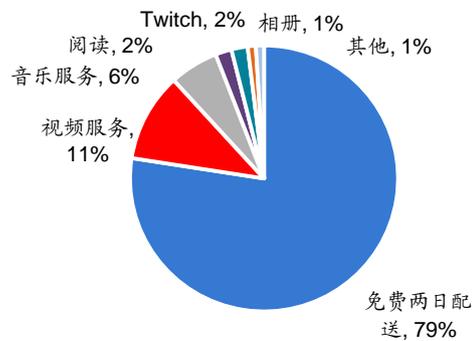
以物流体验为抓手，Prime会员演变为亚马逊新业务孵化器：亚马逊每推出一项新业务，都会将权限加入Prime全家桶，鼓励用户使用；2007年推出kindle时就将引入Prime权益，至今已培育为全球电子阅读第一资源库；2014年引入视频、音乐等新板块服务（提价至\$99），叠加亚马逊在自制剧、音乐版权方面的高投入，Amazon Video 2017年已有2074万MAU，三年内发展至行业前三位置。

图61：美国Amazon会员数量约9500万，渗透率59%



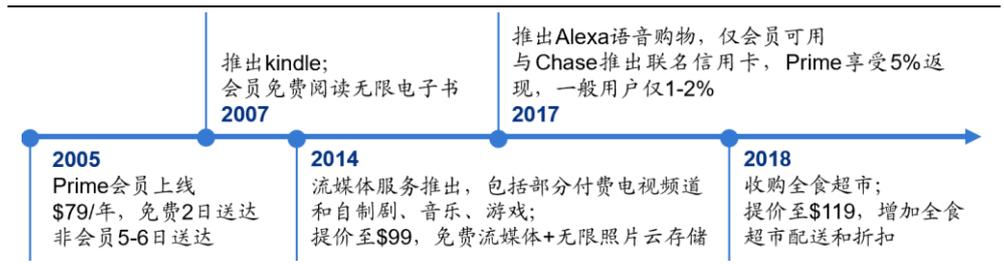
数据来源：statista，广发证券发展研究中心

图62：79%用户因免邮选择Prime（2018年）



数据来源：statista，广发证券发展研究中心

图63：亚马逊Prime服务的丰富伴随着新业务板块的推出和提价



数据来源：亚马逊，广发证券发展研究中心

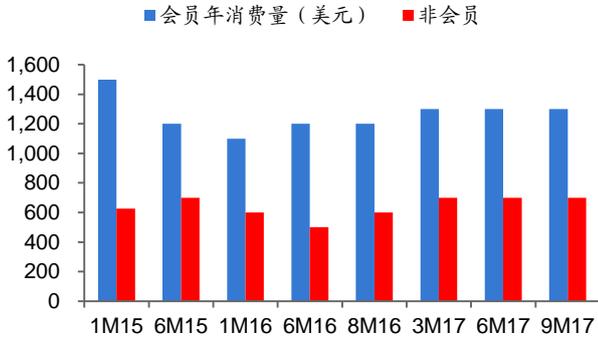
单纯考虑零售业务，亚马逊为Prime会员提供的免邮服务成本与用户多消费产生的毛利大致打平。我们简单对非会员转化为会员进行成本收益测算，假设：

- ①参考亚马逊平台非会员运费标准，标准配送起始运费\$3.99-\$4.49，2-3个工作日直邮起始运费\$6.19-\$6.99，假设每单配送成本\$5；
- ②根据Statista的数据，2014-2016年美国网购平均客单价在71.8-86.3美元之间波动，假设亚马逊平台客单价中枢为\$80；
- ③依据亚马逊2016年全食超市并表前数据测算，非实物商品毛利率0/100%计，对应实物商品销售毛利率区间为9.9-35.0%，假设亚马逊自营销售毛利率中枢为20%；

④依据Statista的调查数据，亚马逊会员年消费1300美元，非会员700美元。

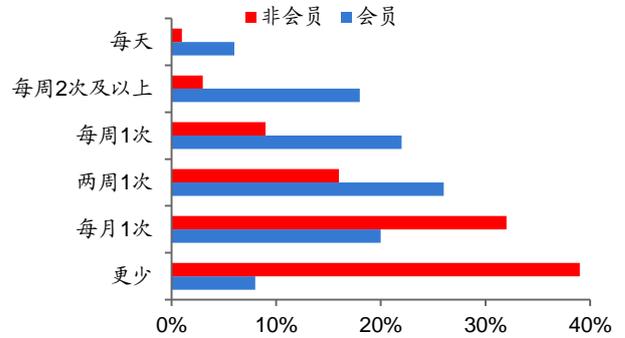
依据上述假设，亚马逊平台每个用户由非会员转化为会员，公司将多付出25次邮费成本，合\$125/年；会员额外贡献\$120毛利，与运费成本基本打平。

图64: 会员年消费量1300美元左右，非会员700美元



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

图65: Prime会员购物频次远高于非会员 (2017.10)



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

表7: 非会员转化为会员的毛利增量 弹性测算

		商品毛利率					
		10%	15%	20%	25%	30%	35%
客单价	60	-106.7	-76.7	-46.7	-16.7	13.3	43.3
	70	-82.9	-52.9	-22.9	7.1	37.1	67.1
	80	-65.0	-35.0	-5.0	25.0	55.0	85.0
	90	-51.1	-21.1	8.9	38.9	68.9	98.9
	100	-40.0	-10.0	20.0	50.0	80.0	110.0

数据来源: 亚马逊年报, 广发证券发展研究中心

Prime会员费可更多地用于支撑亚马逊体系内非零售业务。Prime打包亚马逊旗下相对弱势的业务，依靠免邮吸引用户购买，“赠送”新业务：Prime附加权益如购买第一梯队竞品，每月的媒体与照片存储（Netflix=\$7.99、Spotify=\$9.99、Dropbox=\$9.99）就需\$28，价格不菲；性价比优势引导用户转向第二梯队的亚马逊产品。

直观上，Prime会员包含了大量高收费的服务（邮费、流媒体），用户的付费意愿显著强于Costco类会员（不提供额外服务），因此Prime会员\$119的价格在会员平均年消费仅\$1300的情况下仍被接受，而Costco类会员定价仅销售收入的2%。

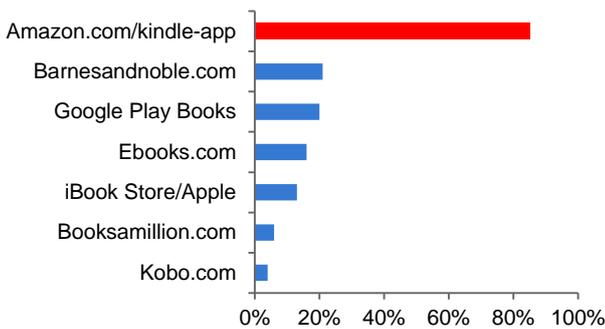
由于受培育的新业务是典型的数字服务，边际成本极低，用户切换成本不高，在后端业务高投入的情况下，前端会员引流有助于迅速扩大用户规模、摊薄成本，推动弱势业务的“飞轮”转动：①Kindle经培育后成为全球第一大电子书库，具备独立变现能力（独立收费\$9.99/月）；2017年kindle渠道在美国电子书消费者中渗透率达85%，kindle设备市占率达到72%，远超竞品。②根据Statista的调查，2018年美国消费者购买音乐服务的渠道中，Amazon Music以49%居榜首；超越龙头Spotify和早年以播放器切入的Apple。③Amazon Video从2013年开始投资自制剧，近年投资数量仅次于Netflix；前端会员引流+后端内容高投入，Amazon Video推出三年多，MAU/付费订阅量已经发展到行业第三/二名位置。

表 8: 亚马逊会员包含的服务价格对比竞品优惠明显

亚马逊 Prime 会员\$119 包含的服务	单独购买的价格 (\$/月)	竞品	竞品价格
免费两日送达/付费当日达	-	-	-
视频 Prime Video & Prime Origins	每部\$2.99 起	Netflix	\$7.99/月
游戏&游戏直播 Twitch Prime	\$10.99/月	Steam	按游戏购买
音乐 Prime Music	高级版 Music Unlimited 会员 \$7.99 非会员\$9.99/月	Spotify	\$9.99/月
照片存储	\$11.99/年	Dropbox	\$9.99/月
无限 kindle 电子书&杂志刊发前阅读	\$9.99/月	-	-
全食超市 5%折扣&到家配送	-	-	-
ALEXA 语音购物	-	-	-
会员专享自有品牌	-	-	-
Visa 联名卡 2%返利	-	-	-

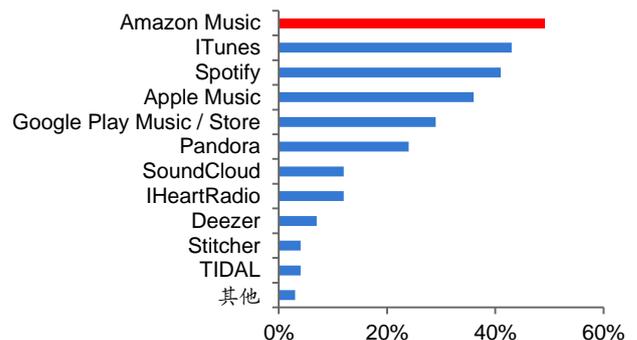
数据来源: 亚马逊官网, 广发证券发展研究中心

图 66: 美国消费者购买电子书的途径 (2017.04)



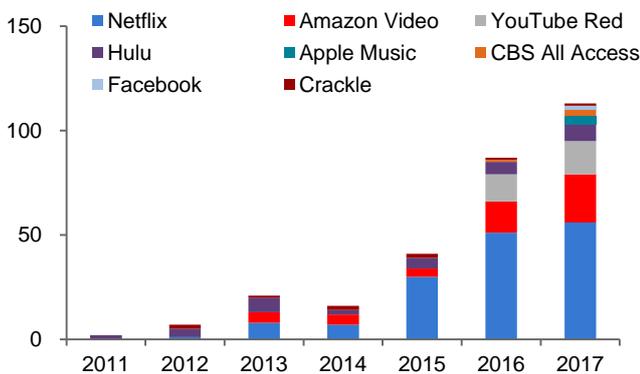
数据来源: statista, 广发证券发展研究中心 (N=603)

图 67: 美国消费者购买音乐服务的途径 (2018.05)



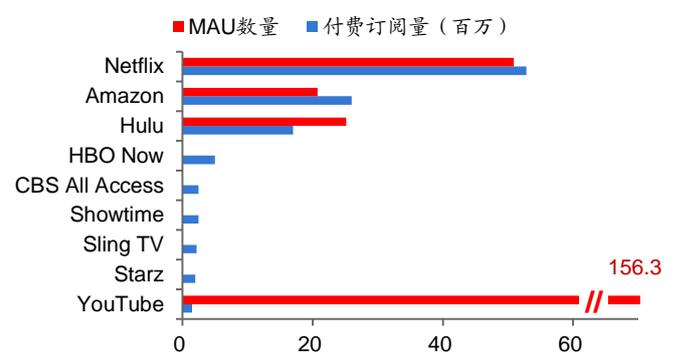
数据来源: statista, 广发证券发展研究中心 (N=2328)

图 68: Amazon 自制剧数量仅次于 Netflix



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

图 69: 2017年Amazon Video的订阅和活跃情况



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

此外, 亚马逊通过广告变现获取更多收益: 亚马逊生态圈以电商业务为基础, 广告推送是高场景关联度的变现方式; 不断扩充的Prime权益, 扩大了亚马逊业务覆盖场景、将用户更长久地留存于生态体系内, 拓展了广告位和广告资源。2017年亚马逊的其他业务 (广告与联名信用卡收入, 后者体量非常小) 增速达197.7%, 收

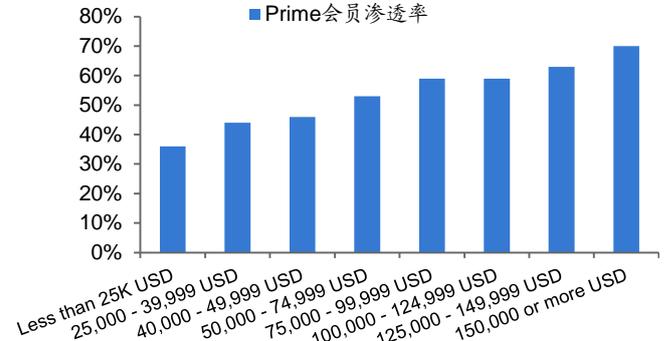
入体量在2017年仅46.5亿美元，考虑Prime在高收入家庭的渗透率更高（年收入7.5万美元以上的中产家庭渗透率在59%以上），对标Google/Facebook同期954/407亿美元的广告收入体量，亚马逊广告变现空间仍高。

图70: Amazon广告业务增长迅猛（百万美元）



数据来源：亚马逊年报及季报，广发证券发展研究中心

图71: Prime在高收入家庭中渗透率更高

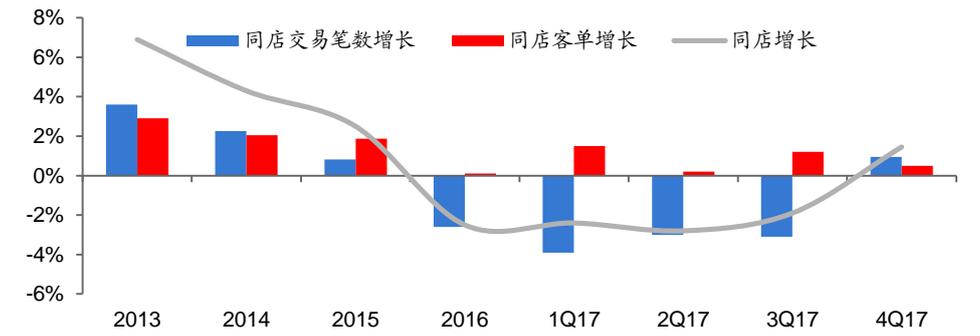


数据来源：statista，广发证券发展研究中心

将实体零售全食超市纳入Prime体系是亚马逊的全新尝试，会员优惠刺激了收入增长，但持续效果及盈利改善仍需观察。2017年8月，亚马逊收购完成后即调低全食商品价格，客流量随即出现明显提升；2018年5月起，Prime会员可在全食超市获得10%折扣；全食经营策略全面向品质+性价比调整。

根据第三方Second Measure数据，2018年7月全食超市同店增速提高至3%，客单则下滑1%（降价及会员折扣的影响）。根据全食最后一份财报数据（报告期在收购完成后），4Q17大幅降价后造成亏损，净利率-1.6%，同比-4.5pp；预计2Q18叠加Prime优惠后，单独全食超市亏损将进一步扩大。作为亚马逊的线下新零售实验，全食的转型改造、以及线下超市优惠与Prime相结合的战略意义和效果仍需观察。

图72: 全食降价后交易量增速转正，带动同店转正



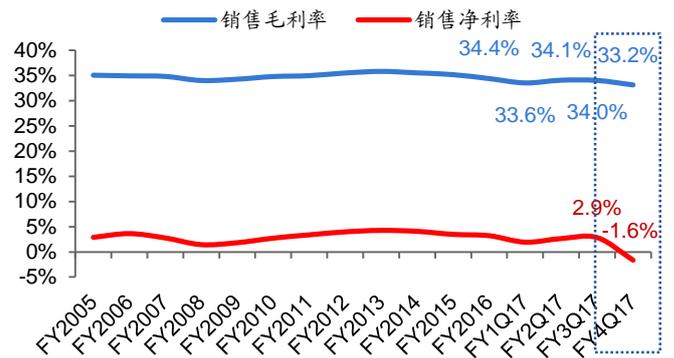
数据来源：全食超市年报及季报，广发证券发展研究中心

图73: 全食超市降价后营收增速明显回升



数据来源: 全食超市、亚马逊年报及季报, 广发证券发展研究中心 (亚马逊收购全食后产生实体商店科目, 以灰色标注。全食超市原财年截止9月最后一周, 4Q17为7-9三个月; 1Q为4个月, 2-4Q为3个月。亚马逊并表后变为自然月划分, 此处无法直接计算同比)

图74: 4Q17毛利率同比下降1pp, 净利率降至-1.6%



数据来源: 全食超市年报及季报, 广发证券发展研究中心

三、付费会员在中国: 难觅差异化权益, 回归效率比拼

以沃尔玛Sam's Club为代表, 外资会员制仓储超市1996年已进入中国, 但限于收入水平、居住环境、汽车保有量、消费习惯等宏观因素, 会员制仓储超市在国内并未如期取得成功, 主要玩家大多寻求转型或退出, 仅剩Sam's Club坚持探索。

2015年以来, 以会员进口电商特购社为代表, 线上线下开始新一轮会员制零售体系尝试。本轮零售公司集中发力会员制主要源于两点: **1) 会员制发展宏观条件逐渐成熟。**从双11广泛的囤货现象来看, 部分品类大包装量贩的可行性已经基本具备, 且文娱市场会员制多年交易, 用户对付费会员的接纳程度逐步上升。**2) 会员制被诸多企业视为流量救命稻草。**我们认为会员制确是精耕存量用户的商业策略, 但如前文海外成功案例所述, 会员制更多是优秀公司深挖自身禀赋的“锦上添花”, 成功基础依然是后端运营能力的持续提升——差异化的权益, 领先的成本效率。

国内付费会员制仍处于探索初期。当前行业主要有三类选手: **1) 实体系:**物美、永辉、银泰、全家等实体零售公司, 在未见差异化强需求禀赋下, 成本效率端的优化可能是竞争核心; **2) 电商系:**阿里、京东、苏宁、唯品会等电商公司, 整合跨场景权益的全家桶会员成为趋势; **3) 创业系:**特购社(建立之初即为会员制)、小黑鱼(不依托零售业务)等, 直接以会员制精准运营和高效率相互促进依托的思路创业, 跳出传统会员制体系内“以强带弱”的经验。

图75: 中国零售会员制的探索历程



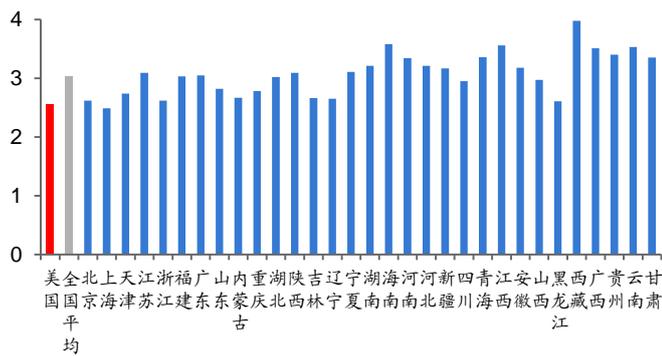
数据来源: 亿欧《2018年中美零售付费会员制研究报告》, 广发证券发展研究中心

(一) 实体类: 付费权益尚待探索, 供应链效率竞争是核心

我国会员超市1996年就已出现, 但用户习惯尚未完全培育。1996年, 会员仓储超市 Sam's club、万客隆、麦德龙同年进入中国; 然而经过20余年发展后, 万客隆2008年被韩国乐天收购, 麦德龙业绩惨淡正在寻求买主, Sam's club(中国)在2017年之前的展店速度不及沃尔玛的大卖场业态(沃尔玛卖场业态同为1996年进入中国, 至2018年已开店424家, Sam's Club仅19家, 前者为后者的22.3倍; 而在美国本土, 沃尔玛卖场和Sam's Club比例在8倍附近)。由欧美移植而来的独享会员制+量贩超市模式在过去的中国并未表现出良好的适应性。

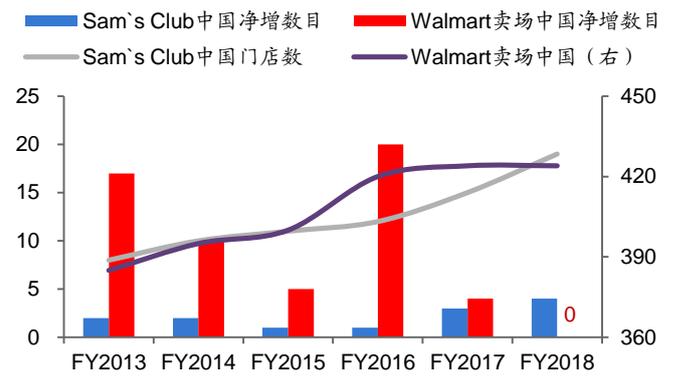
我们认为过去量贩仓储模式在中国的失意, 并非家庭成员规模造成, 主要阻碍在于收入水平、居住环境、汽车保有量等宏观环境和消费习惯制约。我国家庭规模虽然历经小型化(从1964年的高点4.45下降到2017年3.03人), 但对比仓储超市业态发达的美国(2015年2.56人的全国平均水平(非拉美白人家庭为2.35人, 中产的家庭规模应当更小), 我国家庭人数反而更多(即使是家庭最小的上海亦有2.49人), 国内家庭规模并非仓储超市发展的掣肘。但在收入水平较低的阶段, 用于囤货的余钱数量有限; 居民较为拥挤的居住环境和家庭冰箱保有量等也限制了囤货空间, 较低的汽车保有量(据产业信息网, 2006年我国千人汽车保有量为38; 2016年上升至140, 同期美国为800, 德国572)则限制了批量购买的出行条件。

图76: 中国的家庭规模并不低于美国



数据来源: 统计局, 美国人口普查局, 广发证券发展研究中心
(美国为2015年, 中国取2017年数据; 数据按省份人均GDP由高到低、从左到右排列)

图77: Sam's Club在中国的扩张速度不及卖场业态



数据来源: 沃尔玛年报, 广发证券发展研究中心

海外经验提供了两种实体零售会员制运营模式: 1) 积分制(丝芙兰): 将难以替代的服务价值分解到一般产品的重复消费中, 刺激弱势产品的销售; 2) 专享制(Costco): 通过聚焦获得渠道效率优势, 形成成本壁垒。但从中国零售的现状来看, 前者需要一定的先天资源禀赋, 后者或是更切合实际的努力方向:

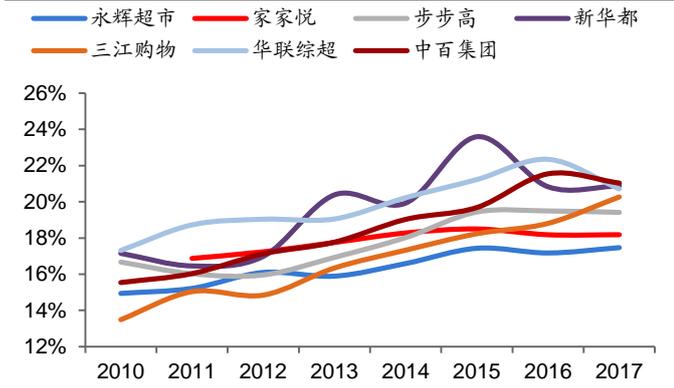
1. 超市: 从消费确定性角度出发, 超市渠道的必需属性最强、消费频次较高, 是发展付费会员制的品类基础。

国内超市对比电商成本优势不明显, 或无法支撑稳固的付费会员体系。中国超市的经营较为粗放, 以销售费用率+管理费用率(SG&A)评估经营效率, 2017年A股超市表现最优的永辉超市(17.5%)、家家悦(18.2%), 对比Costco全球经营仍然能控制在11%的水平仍有相当差距。且考虑电商全品类经营带来的整体费用率优势(京东期间费用率14.3%, 扣除技术与内容开支后为12.5%), 加之电商补贴, 线下超市难以形成对比电商的显著性价比优势。

永辉会员店的失落折射出目前阶段能够支撑付费会员的强供应链建设难度较大。2015年11月永辉第一家会员店落地上海, 付费100元办理会员可获得购物折扣及线上订单配送优惠; 初期以办会员送188元储值卡的促销收获诸多用户。然而在试水一年多后, 会员店经营并不理想, 2017年5月永辉将36家会员店升级为永辉生活, 逐步停止付费会员模式。永辉会员店运营的失意, 侧面印证了永辉为会员提供的商品组合与配送服务难以值回消费者心中100元的会员费, 小型会员店供应链能力弱→商品精准度&性价比优势弱→终端动销差→库存积压&供应链难以优化→会员购物体验恶化, 恶性循环破坏用户体验, 续费率低迷, 付费会员难以形成正循环维系。

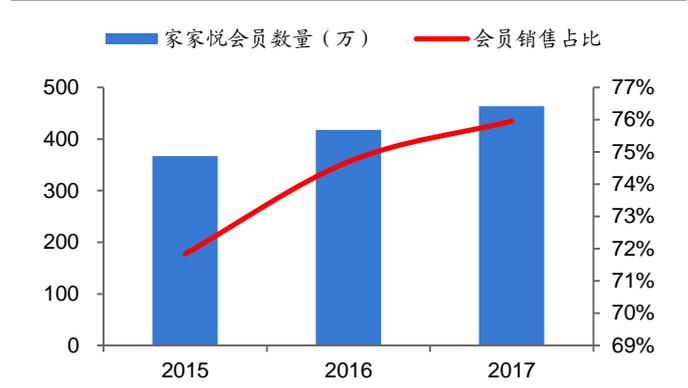
家家悦则采用免费积分会员, 2017年会员数量达到463.9万, 销售占比76%, 保持逐年稳步上升; 与永辉试水的付费会员相比, 免费积分对消费者的绑定较弱, 但效果更稳健, 不存在经营风险。积分会员对超市的意义在于绘制更精确的消费者画像, 更好地预测销售、优化供应链, 对比不成熟的付费机制, 家家悦免费积分的会员模式看似保守, 但实践效果良好。

图78: A股主要超市的销售+管理费用率逐步上升



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图79: 家家悦免费积分的形式取得了高会员销售占比



数据来源: 家家悦年报, 广发证券发展研究中心

2. 百货: 需求长尾, 低频组高频, 付费会员体系构建难度较大

银泰是百货付费会员的先驱。2017年8月银泰推出INTIME365会员, 365元/年, 可享受95%以上品牌9折, 至2018年8月底会员突破一百万。由于缺少差异化权益, 当前银泰付费会员为企业带来的作用仍停留前端以价换量刺激收入、后端数字化用户信息的阶段。

我们简要说明银泰会员的成本收益:

1) 根据银泰2016年年报(2017年银泰私有化退市), 剔除房地产业务影响, 银泰零售业务毛利率为16.4%(不含出租类, 联营扣点率/直销毛利率为16.9%/14.8%) 假设会员折扣全部由银泰承担, 则**全场9折后, 银泰零售毛利率将降至7.4%**;

2) 剔除房地产业务收入, 银泰16年期间费用率为10.9%, 暂不考虑会员制经营带来费用结构的优化;

3) 考虑对用户而言, 直观感受年消费超过3650元(9折优惠)才能覆盖会员费支出, 且参考Costco及草根调研表明会员年消费额普遍达到非会员2倍以上。中枢假设银泰会员/非会员平均年消费8000/4000元;

在上述中枢假设下, 银泰将一位非普通用户转化为会员用户将损失146元, 银泰365会员体系当前可能在亏损运营。单纯补贴运营难以维系会员制长期运营, 对此我们认为: 1) 上述假设可能高估了会员转化成本。会员体系稳定大量需求理论上可以优化实际成本和费用结构; 2) 考虑会员体系带来的销售增加, 购物折扣可能在银泰和品牌方之间分摊, 而非银泰全部承担; 3) 会员制建设初期允许一定程度亏损, 旨在迅速扩大会员规模, 为后续运营优化提供规模基础。

表9: 银泰将非会员消费者转化为会员的营业利润变动

		会员消费金额(元)				
		4,000	6,000	8,000	10,000	12,000
非会员消费金额(元)	2,000	110	40	-31	-101	-171
	3,000	52	-18	-88	-158	-228
	4,000	-5	-76	-146	-216	-286
	5,000	-63	-133	-203	-273	-344
	6,000	-121	-191	-261	-331	-401

数据来源: 银泰官网, 广发证券发展研究中心(消费者评估消费3650元/年以上才会购买会员)

天虹是百货免费会员的代表。天虹会员可免费通过微信绑定，年内消费满1.5万/8万元升级为金卡/铂金卡；会员附带一定停车优惠、专享折扣（级别越高优惠越多）。天虹会员优惠力度较小，不对消费者产生强烈的购物激励，但有助于数字化用户、定向营销，围绕会员作出品类结构调整、自有品牌开发。

百货付费会员的运营难点在于，业态本身的需求偏长尾，聚焦会员也难像商超渠道一样构建相对稳定的需求，从而达到优化供应链、提高性价比的作用。同时，面对电商，百货的商品组合不够丰富；对比亚马逊、阿里等大平台，低频更难组合为高频，用户的消费预期不确定性更强、购卡意愿降低。

图80: 银泰的会员核心权益为消费9折

权益	等级	会员	INTIME365会员
九项承诺		✓	✓
停车权益		✓	✓
免费饮品		✓	✓
生日特权		✓	✓
租借服务		✓	✓
礼品包装		✓	✓
百货		无	折上9折
餐饮		无	9折
洗养修护换		✓	9折
洗车25元起		无	✓
电影专享价		无	✓
星巴克专送		无	✓
美甲6折购		无	✓

数据来源：银泰官网，广发证券发展研究中心

图81: 天虹一键免费绑定微信会员，停车优惠为抓手



数据来源：虹领小程序，广发证券发展研究中心

3. 便利店：借力O2O，主动构建差异化权益

以全家为代表，国内便利店付费会员中出现了借力O2O构建差异化权益的新模式。便利店本身是满足即时性需求、定价偏高的业态，性价比优势难建立，亦非消费者的核心期待；距离是便利店独有的优势，诞生了甄会选+全家的会员组合尝试。

依据官网介绍，甄会选是依托顶新国际集团（全家&德克士母公司）供应链，由全家自营的独享会员制电商。平台销售以进口/中高端品质快消品为主，尝试在100元年费的支持下做成线上版Costco：在售商品加价率保持8%以下，商品基本不盈利；目标精选4000-5000支SKU，全家门店有售的SKU，甄会选以大包装形式销售。

相对于纯电商特购社（我们将在第三节予以分析），甄会选拥有全家门店作推广（直接以实体店消费者为流量池）和存货消化渠道（独享制发展初期可能面临存货周转难题），并以门店为自提点降低运营成本（包邮门槛为188元，依托便利店本身的高频日配，在时效和成本上产生对传统电商的优势）。甄会选成为全家积分制会员主动构建出的一种差异化权益，同时为门店SKU汰换提供指导。此种新模式下或可提高商品的采购和组合效率，实现1+1>2的叠加效果。

表 10: 国内便利店的典型付费会员制情况

公司	全家	好邻居	便利蜂	爱便利
业态	便利店	便利店	便利店	便利店
推出时间	2016 年 9 月	2017 年 10 月	2018 年 1 月	2018 年 4 月
价格 (年费)	100	240	超级版 12 元/月 尊享版 50 元/月	499
核心权益	积分抵现 甄会选 APP (会员独享精选电商, 满 188 元包邮)	商品价格 10%-15% 的优惠	购物返利最高 10% (超级版 5%) 便利蜂单车免费骑 赠送咖啡券、享受会员专享价	储值卡 8.5 折 (非会员 9 折)

数据来源: 联商网, 广发证券发展研究中心

图 82: 甄会选的会员体系构建逻辑



数据来源: 全家, 广发证券发展研究中心

(二) 电商类: 巨头尝试积极, 跨行业权益整合趋势显著

电商的竞争同样落脚于效率之争。不同于亚马逊 Prime 会员在美国提供独有的两日配送服务, 中国电商在流量、供应链、商品三个维度逐步陷入同质化, 能为消费者提供的差异化服务逐渐消弭, 普遍缺少强需求作为流量抓手, 电商会员同样落脚于效率之争。

2015 年 10 月, 京东推出 PLUS 会员, 随后网易考拉/严选、每日优鲜、唯品会、苏宁、阿里等主要电商纷纷跟进, 电商付费会员体系遍地开花。其中, 京东、阿里、苏宁的会员最为典型, 最终为用户呈现出的均是全家桶形态。

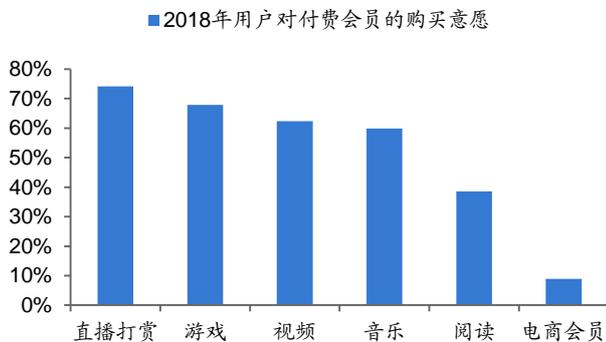
国内用户对电商会员的付费意愿较弱, 聚合跨行业全家桶权益是各家共同选择。根据 QM 2018 年 7 月的用户调查, 只有 8.9% 的用户对电商会员有付费意愿, 在互联网消费中远低于直播打赏 (74.1%)、游戏 (67.9%)、视频 (62.3%)。电商的定期购物节模式已使消费者产生了较强促销依赖、降低会员日常折扣带来的优惠感受: 根据尼尔森 2017 年对奶粉消费者的调查, 62% 用户对促销有依赖, 6% 非促销不买。此种情形下, 消费者对电商购物会员的付费意愿不强, 补充视频、阅读等高付费意愿的权益将增强用户购买驱动力。阿里、苏宁 (依托苏宁集团) 均将自身的数字资源加入会员权益, 而缺乏生态资源的京东、唯品会则采用了与视频网站推出联合会员的方式弥补短板。

表 11: 京东、淘宝、苏宁的会员权益对比

	京东 PLUS	阿里 88VIP	苏宁 SUPER
上线时间	2015	2018	2017
价格	148-188 元	88 元 (淘气值 1000 以上) / 888 元	109-149 元
购物优惠	特定商品会员价格 返利 0.5-2% 100 元全品类券/月 服饰 9 折券 部分品类限时满减 专属客服	特定商品会员价格 天猫超市、国际直营、88 个品牌 9.5 折 300 元数码家电券/月	特定商品会员价格 返利 2% 电子书免费 5000 本 部分品类限时满减券 专属客服
运费优惠	5 张运费券/月 免费上门退换货 爱奇艺会员年卡	优酷+虾米音乐+饿了么+淘票票+飞猪 阿里宝卡+阿里系应用免流量	2 张国内&1 张海外运费券/月 免费上门退换货 PP 影视会员年卡
生态圈 优惠		新活动体验特权: 生鲜试吃、瑜伽等 万豪白金卡等拓展资源	31 天 PP 体育足球通 家电清洗保养 7-8 折; 附赠苏宁小店会员
会员数量 及画像	18 年 9 月起一千万; 89% 本科以上学历, 43% 为白领, 53% 为 35 岁以下		

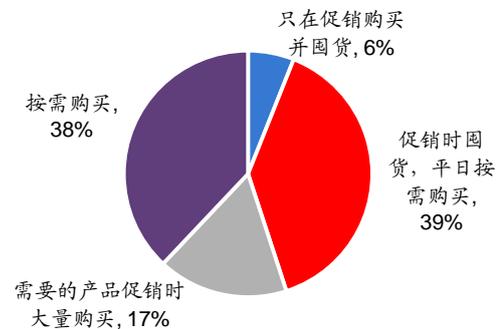
数据来源: 各购物网站, 广发证券发展研究中心

图 83: 用户对电商付费会员的支付意愿较低



数据来源: QM (2018.7), 广发证券发展研究中心

图 84: 奶粉电商消费者倾向于大促囤货



数据来源: 尼尔森《2017 中国婴幼儿行业蓝皮书》, 广发证券发展研究中心

1. 京东 PLUS 会员: 合作引流, 突破品类拓展瓶颈、实现差异化服务提供

我们认为京东 PLUS 会员的核心作用在于:

1) 立足快消, 定向折扣给予用户更多跨品类消费动机。高消费频次、需求稳定的快消日用是吸引付费会员的基本抓手; 在此之上, 京东 PLUS 会员“服饰 9 折券”等定向优惠是在零售业务内部对弱势品类的扶持, 类似亚马逊的新业务孵化逻辑。

2) 会员的付费门槛帮助平台实现差异化服务提供。由于京东物流及其他增值服务的费用较高, 普惠覆盖很难收回成本; 付费会员筛选出愿为购物体验支付溢价的群体, 分层的付费服务一定程度上改善京东盈利模型的经济性。

3) 与爱奇艺推出联合会员, 补足生态资源短板、加强引流。2018 年 4 月, 京东与爱奇艺推出的联合会员 (买一方、赠送另一方) 加强引流; 2018 年 9 月, 京东 PLUS

会员数目突破1000万。另据京东及艾瑞联合发布的《2017年中国零售业付费会员消费洞察》，PLUS会员浏览京东APP的频次在每周3-4次及以上，增强了用户粘性。会员的特价商品、签到等优惠活动吸引用户增加启动次数和浏览频率，降低维系老客户的营销成本。

联合会员存在合作风险，投入产出的性价比需要观察。从用户端感知，天猫+优酷的会员组合与京东+爱奇艺并无明显差异；但前者是类似Prime会员的弱势业务孵化逻辑，后者是单纯的商业资源互换引流。来自外部的合作关系不及体系内的权益添加稳固，会员买一送一对双方皆是不菲的成本，待引流效果减弱后，合作关系或走向终结。在竞品会员体系全部包含视频等媒体资源权益的背景下，京东需不断扩充合作对象，持续丰富会员权益、保持付费会员的吸引力（京东CMO&京东商城轮值CEO徐雷在3Q18业绩交流会中表示将继续扩大联合会员合作范围）。

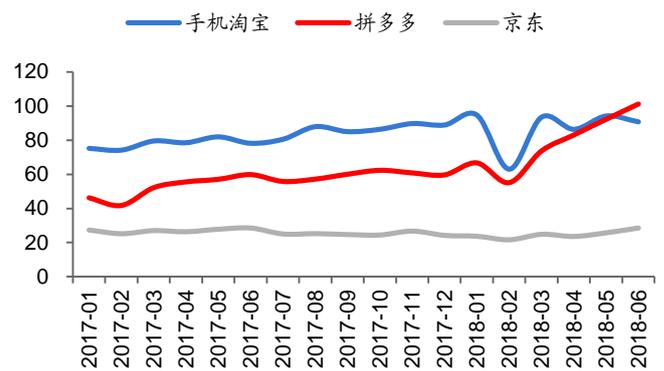
PLUS会员推广真实效果，我们认为需观察与爱奇艺的联合会员合作结束后的续费率变化。爱奇艺视频资源对京东PLUS是较强的权益添加，短期内或对会员数有较强的推动作用，双方合作结束后的续费率变化，将是真正考验各自会员体系稳定性的时刻。我们认为京东会员体系的成败决定于能否携规模优势实现供应链效率的提升和自有品牌的开发，最终形成类Costco的成本效率壁垒。

图85: 2016-3Q17 Plus会员数量月复合增长率29.2%



数据来源：京东数据研究院&艾瑞《中国零售业付费会员消费洞察》，广发证券发展研究中心

图86: 京东APP的人均月启动次数少于淘宝拼多多



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

2. 阿里88VIP: 培育弱势业务，试水“灰箱”定价，增强诱导效果

阿里巴巴于2018年8月推出88VIP，贯通阿里全生态资源，主要权益涵盖天猫购物折扣+优酷视频+虾米音乐+饿了么+淘票票+飞猪权益。我们认为阿里会员体系的意义在于增强生态整体粘性，从而增加广告位、扩大变现空间，符合广告交易平台的本质定位，同时为体系内相对弱势业务（如淘票票、飞猪等）提供强大流量支持。

对比亚马逊Prime，阿里88会员不具备免费两日配送的强服务需求抓手，其核心吸引力转向“性价比”（直观上，仅优酷的年费就需要198元/年，而88VIP全家桶仅需88元）。但阿里88VIP会员的性价比以“灰箱机制”为前提：以“淘气值”为划分，1000分以上用户的定价为88元，1000以下则为888元；而淘气值的增加仅基于定性描述、无确定分值。

对于不足1000分的用户，888元购买会员的可能性较低。但为了获取88元购买的权利，用户可能会根据阿里“灰箱”引导，尽可能增加UGC（购买评价、内容互动），在价格与竞品相同的差别不大的情况下多使用飞猪、淘票票等平台，阿里在

实际为用户付出会员成本前就收获了对新业务的孵化效果。且由于用户需要持续贡献内容才能维持1000分，阿里仅通过向小部分用户让渡会员权益，便可源源不断收获主业电商平台中的优质内容，并为体系内弱势业务高效引流。

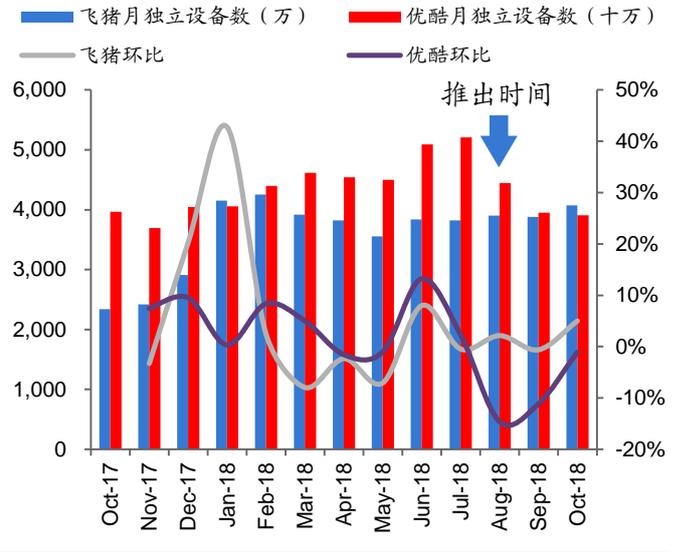
对比其他竞争者，阿里全家桶的优势在于大流量对数字服务的快速成本摊薄，在新业务中建立成本优势，复制亚马逊Prime会员在Kindle电子书、Amazon Video等数字服务业务的发展路径。

图87: 淘气值的增加为“灰箱”机制，无分数细则



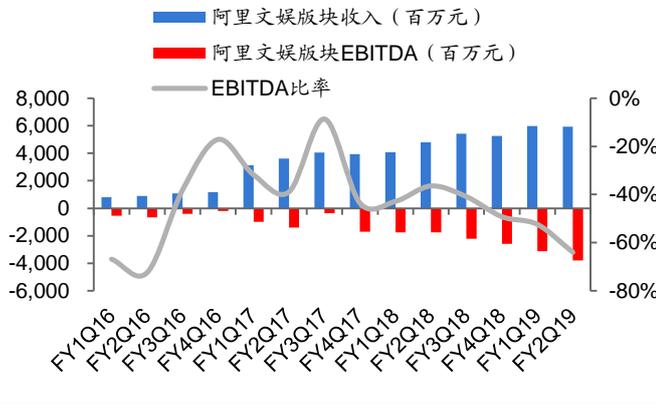
数据来源：淘宝APP，广发证券发展研究中心

图88: 优酷与飞猪的使用量暂未体现会员的刺激效果



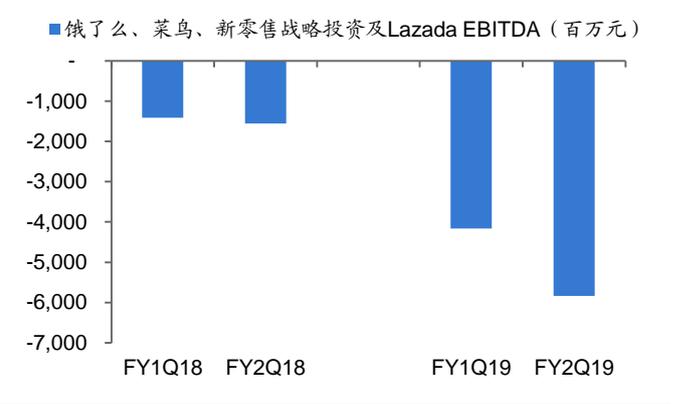
数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图89: 阿里文娱板块亏损较为严重



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图90: 饿了么及新零售业务的亏损较大



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3. 苏宁SUPER: 整合集团资源，低频带高频，强弱业务同步推进

苏宁易购SUPER会员聚合了苏宁集团生态资源，打通线上线下、低频高频业务，支持上市公司发展：高频快消品类（苏宁小店+红孩子+苏鲜生+线上商超）+体育、文娱、酒店等文娱生活服务+低频家电零售主业多维度组合，实现多业务协同发展。

相比竞争对手，苏宁易购的各项业务多位于相应行业中的第二梯队，不存在明显的“以强带弱”。战略上，加速布局的苏宁小店（截止18年末开店过5000家）是苏宁希望依托的强需求抓手。但现阶段苏宁SPUER会员体系中并无明显强流量抓手，

而是多业务组合以期1+1>2。海外经验中并无此类典型成功案例，是一种新的逆向尝试思路。

图91: 苏宁Super会员整合集团资源助力上市公司



数据来源：亿欧，广发证券发展研究中心

图93: 苏宁快消三大线下业态+线上平台组成高频入口



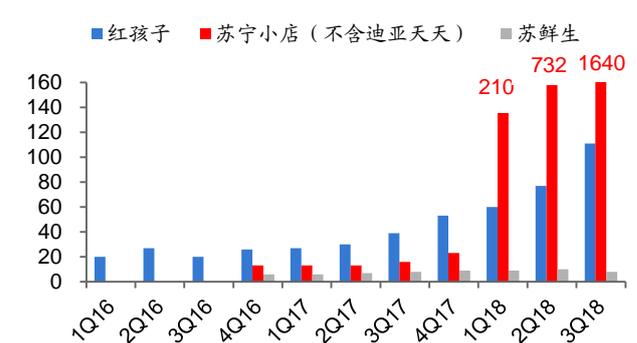
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图92: Super会员的核心权益



数据来源：APP截图，广发证券发展研究中心

图94: 苏宁快消版块17年以来开店速度加快



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

(三) 创业类：付费会员与精准运营为起点，逆向而生

会员制和精准高运营效率相互促进，改变流量获取和运营方式，是另一种存量创业思路。海外过往成功的案例多是将付费会员制导入原有的零售业务（Costco建立之初便伴随会员制，但以Price Club等积淀为基础），而近年兴起的会员制电商创业案例中，特购社（自营为主）与小黑鱼（平台为主）的诞生更像是借助会员制“平地起高楼”，以会员精准运营反向促进供应链效率提升。

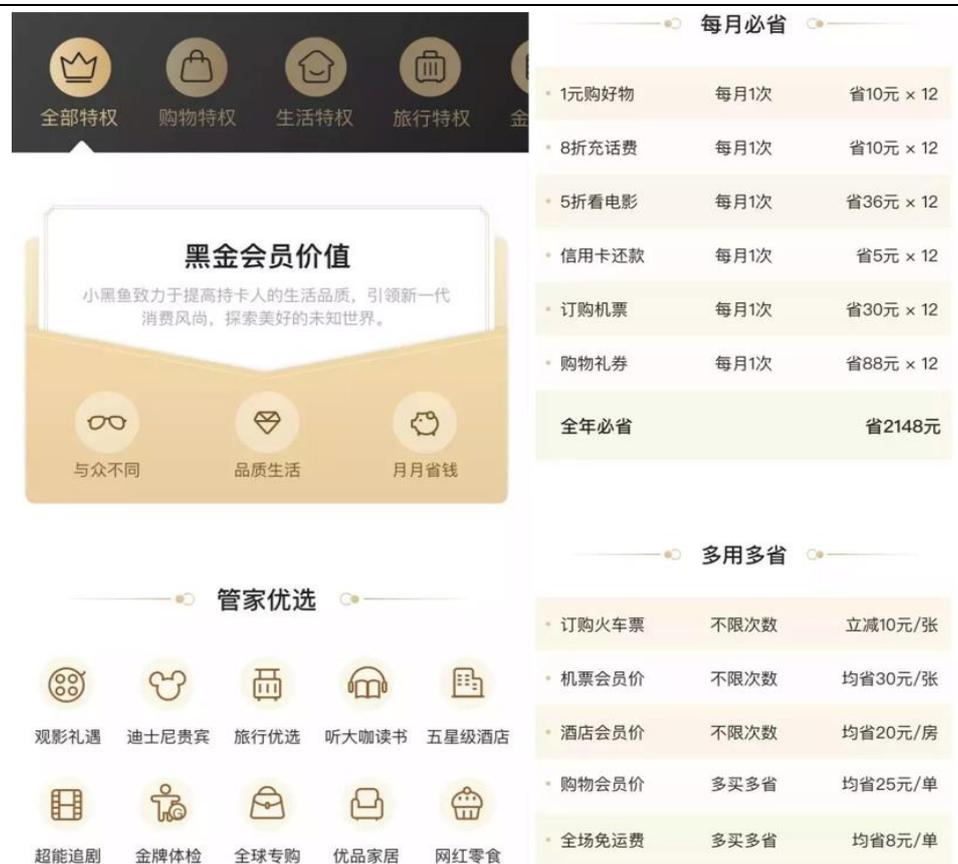
2015年3月，淘宝商城（天猫）创始总经理黄若先生创办中国第一家独享会员制电商特购社，经营进口快消。但三年多来特购社业绩平平，并未形成线上版Costco的愿景；依其本人在《零售的变革》中的分析，难以聚集目标客群和失去仓储超市为消费提供的“效率”体验，是特购社的两大障碍。如我们前文分析，电商中的排他消费设置并无必要（用户之间并不直接影响相互购物体验），而聚集目标客群在无法借助既有流量池的情况下极为困难（综合电商会员是在原有的用户基础上进行筛选，甄会选则是背靠全家流量）。

2017年3月，原途牛网总裁严海峰先生创立小黑鱼，定位会员制的消费服务平台，聚焦旅行、服务和商品销售，其基本逻辑是通过聚合会员的需求、向上游采购权益获取议价，形成服务业的Costco。但我们提出的成功会员制需要具备的两大要素——难以替代的差异化服务，或者领先的效率——在小黑鱼上暂时还未体现：

1) 替用户精选生活服务以创造价值本身值得商榷。用户生活服务需求本身长尾，以大数据推送为用户筛选“性价比选择”（比如出行酒店），在当下的技术条件下，效果与效率尚无法保证。

2) 权益采购未显示出成本优势。小黑鱼权益中，充话费、看电影等高频消费本身就是便捷的数字化服务。会员通过小黑鱼购买、小黑鱼向上游统一采购很难实现供应链效率提升。商品销售对比综合电商则更难言成本优势（会员体量较成熟电商及零售公司仍有较大差距）。

图95：小黑鱼每月固定为会员提供一定权益



数据来源：小黑鱼，广发证券发展研究中心

四、投资建议：关注会员制下的思维变革与效率提升

会员制是零售公司精耕存量的经营变革。零售会员制本质上是一种用户筛选机制，旨在筛选出更愿意支付溢价的客群，并从中挖掘更多收益。成熟的会员体系根植于优秀零售公司禀赋基础，旨在充分调动和发挥自身资源禀赋，即“锦上添花”有余，“雪中送炭”不足。且从海外案例来看，无论何种会员制，其成功的基础来源于两类禀赋基础：1) 难以替代的差异化产品与服务；2) 领先的成本效率优势。

总结典型公司经验，成功的会员制主要为零售公司带来三类价值：1) 以丝芙兰

为代表的积分制会员，将难以替代的产品和服务价值分解到一般产品的重复消费中，刺激弱势产品的销售；2)以Costco为代表的独享制会员，聚焦前端稳定&大量需求，反向优化供应链效率，形成难以取代的成本效率优势，将零售“批发化”，改变传统零售进销差盈利模式为批发服务费；3)以亚马逊Prime为代表的全家桶模式，则站在更高的生态角度考虑用户粘性和变现，会员制在零售主业让渡给会员的权益将通过广告、内容等多种变现途径回收，并实现对生态内原本弱势业务的孵化培育。

国内现状下大多数公司不具备典型差异化的产品与服务能力，会员制竞争仍然落脚供应链效率比拼；我们所期待的是优秀公司在会员理念与存量思维下，运营策略变化带来的效率提升。建议关注三类投资机会：

1) **积极尝试会员制的优秀零售公司**。线上以京东、苏宁易购、唯品会等，线下以永辉超市、家家悦、天虹股份等为代表的领先公司，会员制可带来主体运营效率提升和流量成本节约，尤其是快消类产品复购率与单次消费量相对稳定，有望借助会员模式实现单品规模优势，并进一步向自有品牌战略延伸，构建自身差异化产品。

2) **关注新型创业类带来的商业模式突破**。以甄会选和小黑鱼为代表，无论是前者基于O2O的差异化权益构建，还是后者从会员制中建设业务的逆向思维，均是一种新的存量运营尝试，但需关注后续能否实现供应链效率的进一步优化。

3) **全家桶中的弱势业务**。以阿里系为代表，生态型全家桶会员制的作用之一就在于培育新业务，关注生态型公司体系下相对弱势业务在会员制下的逆袭机会。

风险提示

1) 会员权益机制设置不当。会员权益机制设置需要综合考虑权益成本和引流效果，防止为吸引用户而过度让利；

2) 会员体系建立后无法在商品及经营策略中作出有效转型。会员制初期依靠让渡利益实现会员规模扩张，但后续需要在运营实现供应链效率提升或内容化变现；

3) 会员续约率下滑。会员长期续约率是判断会员体系可持续飞发展的重要标志，短期会员规模的爆发需要配合续约率指标综合观察；

4) 宏观经济波动导致消费需求变化。会员制建设围绕会员消费需求而变化，需要及时了解并跟随会员需求变化而调整。

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。