

# 商业贸易行业

## 寻本溯源，存量市场的突围之道

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

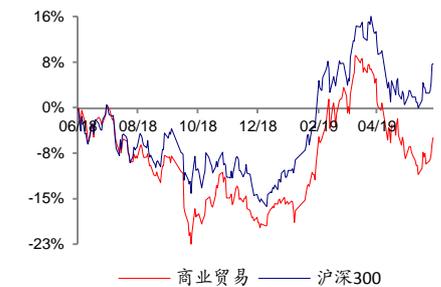
2019-06-24

### 核心观点：

### 相对市场表现

#### ● 零售护城河：规模、效率、合理利润率

从全球来看，零售行业具备孕育超级公司的土壤，而这些公司往往都诞生于大众消费市场，且处于寡头垄断的地位，核心逻辑在于：大众消费追求性价比，性价比来自规模化，规模化的基础是寡头垄断格局。**规模、效率、合理利润率**，是我们对零售护城河的理解，也是全球零售霸主的共同信仰，但在不同国家的呈现形式会有差异（如美国的 Walmart、Costco，日本的 7-11）。中国 14 亿人金字塔型的结构，决定了多需求多业态并存的消费分层结构，而人口密度大、人工成本低以及线下区域割据的背景为电商发展提供极好的环境，这意味着电商巨头在零售整合变革中将扮演极为重要的角色，这是不能忽视的中国市场特点。



#### ● 业态分化，估值差异来自核心投资驱动因素的不同

尽管都处于规模为王、龙头胜出的大背景下，但各个细分行业的核心投资驱动因素不同，其估值差异也始终存在。百货受制于物业，整合进度慢，龙头公司表现基本与行业一致，因此更多是  $\beta$  驱动；超市龙头逆势扩张持续多年，且对行业的权重影响不断加大，享受  $\alpha$  估值溢价；珠宝龙头自 18 年下半年逆势加速扩张，逐步从  $\beta$  转向  $\alpha$  驱动；电商作为成长性最强的细分业态，仍然享受渗透率提升红利，但随着流量红利殆尽，头部玩家争夺用户留存、提升 ARPU 更考验  $\alpha$  能力。

#### ● 存量市场的突围：用户和产品的定位与聚焦

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。

存量竞争时代不再是粗放的跑马圈地，更需要适度聚焦、构建差异化服务形成竞争壁垒。前端流量的变革中，会员制作为用户筛选途径，帮助构建的是差异化的内容组合；后端商品维度，性价比提高、C2M 精准开发是消费升级的进阶形式，渠道商向上整合供应链、主导产品创造的过程形成了渠道自有品牌，品牌商向下整合渠道提高流通效率、降低品牌溢价，即形成了性价比品牌。

#### ● 核心推荐标的：优选细分领域龙头

我们长期看好聚焦大众消费市场，持续加强零售护城河的龙头公司。2019 年下半年我们重点推荐南极电商、永辉超市、苏宁易购、周大生、老凤祥、天虹股份、珀莱雅等。

● **风险提示：**经济复苏节奏低于预期；人工租金成本持续上涨，带来运营成本提升的压力；互联网巨头持续加码线下，行业竞争不断加剧。

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

分析师：

高峰



SAC 执证号：S0260518050003



021-60750604



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，林伟强、高峰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。

### 相关研究：

【广发商贸-月报】会员超市 2019-01-28

运营之道：聚焦思维叠加高效供应链，铸造坚固成本堡垒

【广发商贸-2019 策略】寻 2018-12-04

找新增量，大众消费的渗透率之争

联系人： 贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	10.41	2019/6/20	买入	14.3	0.51	0.67	20.41	15.54	18.99	14.55	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	11.25	2019/6/24	买入	16.36	1.91	0.55	5.89	20.45	27.18	17.25	18.4%	5.1%
永辉超市	601933.SH	CNY	10.61	2019/4/26	增持	10	0.25	0.31	42.44	34.23	36.17	24.63	10.9%	12.1%
天虹股份	002419.SZ	CNY	13.67	2019/4/28	买入	15.5	0.87	0.98	15.71	13.95	10.95	10.35	14.2%	13.9%
王府井	600859.SH	CNY	15.55	2019/4/30	买入	22	1.7	1.91	9.15	8.14	6.52	6.05	11.3%	11.7%
周大生	002867.SZ	CNY	33.37	2019/4/28	买入	42.8	2.13	2.66	15.67	12.55	13.55	10.80	20.9%	20.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	44.97	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	16.59	14.37	10.83	9.28	18.5%	17.7%
珀莱雅	603605.SH	CNY	62.80	2019/5/24	买入	68.3	1.95	2.53	32.21	24.82	24.28	18.44	18.8%	19.6%
爱婴室	603214.SH	CNY	36.60	2019/5/13	买入	44.4	1.48	1.81	24.73	20.22	24.28	18.44	15.2%	16.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、规模为王，龙头胜出.....	7
(一) 零售的护城河：规模、效率、合理利润率.....	7
(二) 深刻理解中国市场的差异化特点，积极拥抱龙头公司.....	12
(三) 国内零售市场处于龙头强强联盟的整合阶段.....	14
二、业态分化，A与B价值的不同体现.....	15
(一) 百货：区域割据难享集中度提升红利，B主导投资机会.....	16
(二) 超市：比拼供应链效率和规模扩张，龙头公司A价值显著.....	18
(三) 黄金珠宝：从B到A，关注龙头公司的逆势扩张.....	20
(四) 电商：一超双强局，社交胜负手.....	22
三、存量突围的趋势探讨：用户和产品的定位与聚焦.....	29
(一) 会员体系：存量用户的升维运营.....	29
(二) 自有品牌：制造型零售的未来.....	32
(三) 性价比消费升级：大众消费的规模化生产红利.....	34
四、核心推荐标的：优选细分领域龙头.....	38
风险提示.....	40

## 图表索引

图 1: 沃尔玛营业收入与门店数量 YoY.....	8
图 2: 沃尔玛收入和利润增长.....	8
图 3: 沃尔玛坪效提升.....	9
图 4: 沃尔玛存货周转天数下降.....	9
图 5: 沃尔玛始终保持着 5%左右的净利润率.....	9
图 6: Costco 营收增速相对 Walmart 更稳健.....	10
图 7: 传统零售衰落时 Costco 保持稳健利润增速.....	10
图 8: 低费用率支持低加价率.....	10
图 9: Costco 店均人员仅沃尔玛一半, 人效更高.....	10
图 10: Costco 坪效显著高于 Walmart.....	11
图 11: 仓储超市的坪效普遍高于大卖场.....	11
图 12: 711 各时期开店增速与销售额增速.....	11
图 13: 711 公司与加盟商的毛利和费用分配.....	12
图 14: 711 历史上推出的各项服务.....	12
图 15: 中国、美国、日本社零增速.....	13
图 16: 各个国家实体零售集中度.....	13
图 17: 美国线下零售龙头公司份额 (%).....	13
图 18: 日本线下零售龙头公司份额 (%).....	13
图 19: 中美电商规模 (百万美元) 和渗透率.....	14
图 20: 互联网龙头企业体量与增速都远高于线下零售企业 (气泡代表市值大小) .....	14
图 21: 国内零售市场发展的三个阶段.....	15
图 22: 百货业态份额呈下降趋势.....	16
图 23: 梅西百货关店数量增加.....	16
图 24: 梅西百货经历过数次兼并收购.....	16
图 25: 梅西百货历史估值.....	16
图 26: 我国百货公司区域割据.....	17
图 27: 王府井和天虹股份门店数量.....	17
图 28: 可选消费与经济周期有高相关性.....	17
图 29: 百货公司同店数据与经济周期有较高相关性.....	17
图 30: 可选消费与经济周期有高相关性.....	18
图 31: 百货公司同店数据与经济周期有较高相关性.....	18
图 32: 王府井历史估值情况.....	18
图 33: 天虹股份历史估值情况.....	18
图 34: 我国商超行业集中度持续提升.....	19
图 35: 2018 年我国商超行业市占率分布情况.....	19
图 36: 2018 年各超市公司的门店增速情况.....	20
图 37: 永辉和家家悦收入增速持续领跑.....	20
图 38: 龙头公司经营利润率高于行业整体.....	20

图 39: 龙头公司 ROE 高于行业整体.....	20
图 40: 珠宝消费与经济周期高度相关, 投资属性使二者出现偏差.....	21
图 41: 周大福内地直营店同店增长.....	21
图 42: 龙头企业门店季度净增加数量 (内地) .....	22
图 43: 1-5M19 实物电商增速放缓至 21.7%, 在社零中占比达到 18.9% .....	23
图 44: 低线市场网购渗透率较一二线城市仍有明显差距 .....	24
图 45: 互联网用户在“变老” .....	24
图 46: 品类渗透提升带动单量增长.....	24
图 47: FY19 天猫 GMV 占比提升至 45.6%, 升级趋势明显.....	25
图 48: 拼多多 18 年客单价/人均订单数增长明显.....	25
图 49: 阿里&京东 GMV 规模领先优势明显 .....	26
图 50: 淘宝&京东&拼多多 app 月活用户数遥遥领先.....	26
图 51: 以微信用户数为标杆, 淘宝&京东&拼多多三大电商去重用户后占比达到 90.4% .....	26
图 52: 三大电商 app 终端价格体现差异化用户覆盖 (5M19) .....	26
图 53: 18 年异地/同城快递均价降至 8.1/7.9 元.....	26
图 54: 18 年第三方移动支付交易规模达 190.5 万亿元, 支付+财付通份额高达 93.5% .....	26
图 55: 18 年社交电商市场规模 9672 亿元, 同比增长 58.6% .....	27
图 56: 巨头瓜分互联网流量市场.....	27
图 57: 四类典型社交电商产业公司 .....	28
图 58: 成立三年, 云集 18 年 GMV/营收达到 227/130 亿元.....	28
图 59: 云集 18 年购买用户 2320 万, 累计付费会员 740 万.....	28
图 60: 手机淘宝 18 年以来大幅增加信息流及直播推荐内容 .....	29
图 61: 构建零售会员体系的基本框架 .....	30
图 62: 渠道商的自有品牌将品牌方逐出价值链.....	32
图 63: 渠道自有品牌建设需要的内外部条件 .....	33
图 64: 不同城市线处于不同的消费时代.....	35
图 65: 拼多多的够用低价、精品电商的品质化为不同层次的性价比升级.....	35
图 66: 不同城市线对应不同性价比层次升级 .....	35
图 67: 卡帝乐旅行箱价位段完全贴合阿里主流价格带.....	36
图 68: 90 分旅行箱价位段略高于阿里主流价格带.....	36
图 69: 南极人服饰加价倍率低于传统品牌 .....	37
图 70: 南极人部分产品与天猫主流品牌比价 (元) .....	37
图 71: 南极电商的货币化率逐年降低 .....	37
图 72: 卡帝乐旅行箱单品销售量远超新秀丽和 90 分 .....	37
图 73: 小米 IoT 产品收入快速增长 .....	38
图 74: 小米销售、管理费用率均保持低位 .....	38

表 1: 美国和日本市占率 TOP10 零售公司 (2018 年) .....	7
---	---

表 2: 预计 18-21 年实物网购复合增速 18.1% .....	23
表 3: 会员体系的建设与零售公司的商业模式高度契合 .....	30
表 4: 国内典型的会员制尝试 .....	31
表 5: 国内渠道自有品牌的典型尝试 .....	34
表 6: 小米产品在 2019 年 618 中夺得诸多品类第一 .....	38

## 一、规模为王，龙头胜出

无论是海外的沃尔玛、亚马逊，还是中国的阿里、京东，均验证了零售行业能够孕育超级公司，核心逻辑在于：高性价比的前提是规模化，而规模化的基础是寡头垄断格局。从沃尔玛、Costco 和 7-Eleven 的案例来看，优秀的零售公司均是通过提升供应链效率、保持价格优势和合理的利润率，实现规模的不断成长。与海外成熟市场相比，我国仍是成长型国家，零售集中度极低。行业整合周期的力量将远远强于经济波动周期，这种力量指引的方向就是零售集中度的快速提升。因此，外延扩张能力是我们评估国内零售公司的第一要素。

### （一）零售的护城河：规模、效率、合理利润率

从全球来看，零售行业具备孕育超级公司的土壤，而这些超级公司大多聚焦大众消费市场。2018年美国和日本销售额排名前十的零售公司，既有实体门店，也有电子商务，既有综合卖场，也有品类杀手，但共同的特点都是诞生于大众消费市场，拥有寡头垄断的行业地位。所谓大众消费，聚焦的是80%用户的80%需求，其价值观趋同，即便宜买好货，也就是我们常说的性价比。高性价比的前提是规模化，而规模化的基础是寡头垄断格局（既有竞争压力，又有规模效应），逐步形成了我们今天看到的各个业态各个品类成熟状态下的终局。

表 1：美国和日本市占率 TOP10 零售公司（2018 年）

美国			日本		
公司	主营/形式	销售规模（百万美元）	公司名称	主营/形式	销售规模（十亿日元）
沃尔玛	大卖场	377,195	7-Eleven	便利店	3,382
亚马逊平台	线上大卖场	200,175	永旺	超市&购物中心	3,017
CVS	药店连锁	127,429	全家	便利店	1,850
克罗格	大卖场	102,842	罗森	便利店	1,639
walgreens	药店连锁	87,357	山田电机	家电连锁	1,388
Costco	会员仓储式卖场	78,437	美思佰乐	食品超市	936
Traget	折扣精选卖场	75,657	伊藤洋华堂	超市/百货	933
亚马逊自营	线上大卖场	68,973	唐吉珂德	折扣超市/百货	830
家得宝	家居货栈	61,500	西友	超市/百货	779
Albertsons	食品药品零售	56,188	优衣库	服装	744

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

研究海外市场零售发展的百余年历史，巨头更迭屡见不鲜。新技术的涌现，消费者的变化，推动零售业态的变迁，而在此过程中，上一代的巨头往往缺乏创新基因从而不能及时变革，最终被挑战者颠覆。毫无疑问，零售业的未来仍将充满悬念，业态的迭代和创新也将持续，但其追求的商业本质却不曾改变。我们对比分析了诸多大众消费市场的零售龙头公司，总结其护城河的三个关键词：规模、效率、合理利润率。

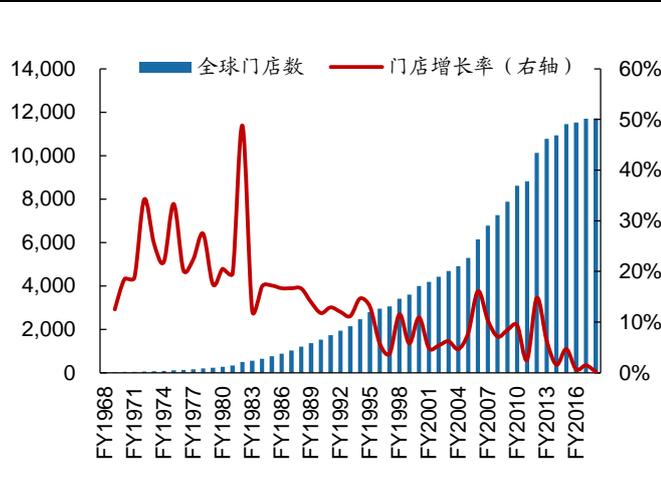
规模效应是零售巨头的最大红利，体现在产业链的各个环节，包括生产、采购、物流、运营、营销等；补贴带来的规模优势是短暂的，效率带来的成本优势才是可持续的；规模与效率优势带来下的合理盈利率，则是防御挑战者的最强护城

河。美国的Walmart与Costco，日本的7-eleven，虽然分布在不同的国家，隶属于不同的业态，所处的社会背景也不尽相同，但最终能够穿越周期靠的都是遵循零售本质。无论是Walmart的“天天低价”、Costco的“永恒的便宜”，还是7-Eleven的加盟赋能体系，追求的都不是净利率的提升，而是提高供应链效率，降低运营成本，始终保持与竞争对手之间的价格优势，不断抢夺市场份额。最终反映在报表上则是稳定合理的盈利水平叠加高周转的组合带来的高ROE表现。

### 1、Walmart (沃尔玛)

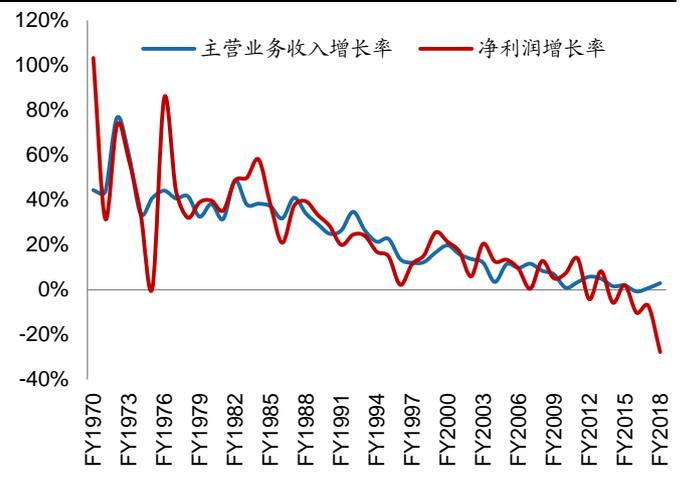
沃尔玛的成长史是一部规模扩张史。从乡村小店到区域龙头，再到全美霸主，最终成长为收入规模超过5000亿美元，门店数量超过10000家的全球零售龙头。沃尔玛50年间门店数量复合增速达13.2%，收入复合增速达23.6%，利润复合增速达22.0%。公司ROE常年维持在20%，为投资者创造了丰厚的回报。

图 1：沃尔玛营业收入与门店数量YoY



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 2：沃尔玛收入和利润增长



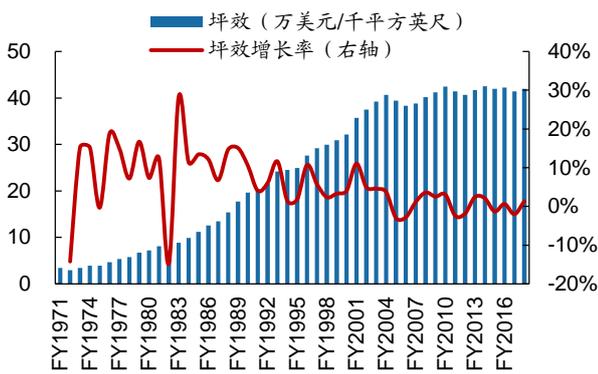
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

沃尔玛自创建起，就坚持基于物流配送中心保障的扩张模式（即物流建设先于门店布局），平均单个物流中心覆盖半径320公里范围内约150家门店，营业面积/物流仓库面积的比例始终稳定在8-10之间，自主运输车队配送比例超过75%，配送准时率和卡车装满率均高达99%，远高于竞争对手，这也使得公司配送成本从70年代初期的3%下降至90年代的1.3%。

运用先进的科技手段提升效率、降低费用，同样是沃尔玛自创建起所一直坚持的。公司几乎引领了每一次新技术在零售行业的应用，从60年代率先使用计算机帮助管理存货、销售和财务，到80年代率先购买卫星系统（该系统帮助公司建立了连接门店、物流中心、总部的即时数据传送通道，并锁定未来若干年语音及数据传送费用），再到21世纪率先推广RFID射频技术（该技术有效减少人工成本、商品缺货和损耗），根据FY1997年报中披露其每年在科技方面投入超过5亿美元。

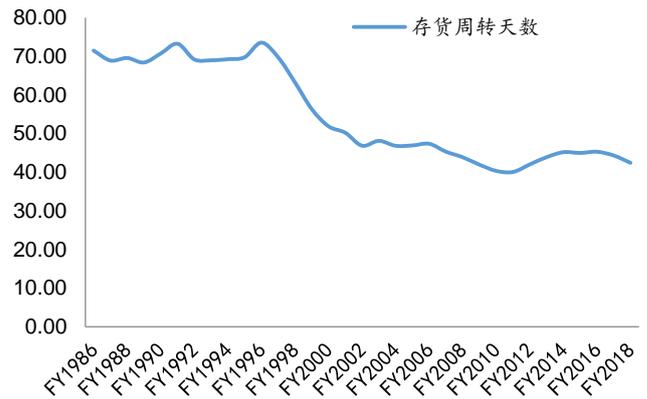
通过完善的物流体系和强大的科技建设，沃尔玛经营效率持续提升，在快速扩张的10年间，存货周转天数一路下降，从70年代初期的80天下降至FY1991年的60天，人销增长60%，坪效增长1.4倍。高效的供应链体系下，沃尔玛的运营成本得到严格控制。在FY1981-1991的十年间，公司综合费用率从20%下降至15%，其中人工费用率下降约2个百分点，物业成本下降约1个百分点，配送费率下降约1.7个百分点，损耗率下降约0.5个百分点。

图 3: 沃尔玛坪效提升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

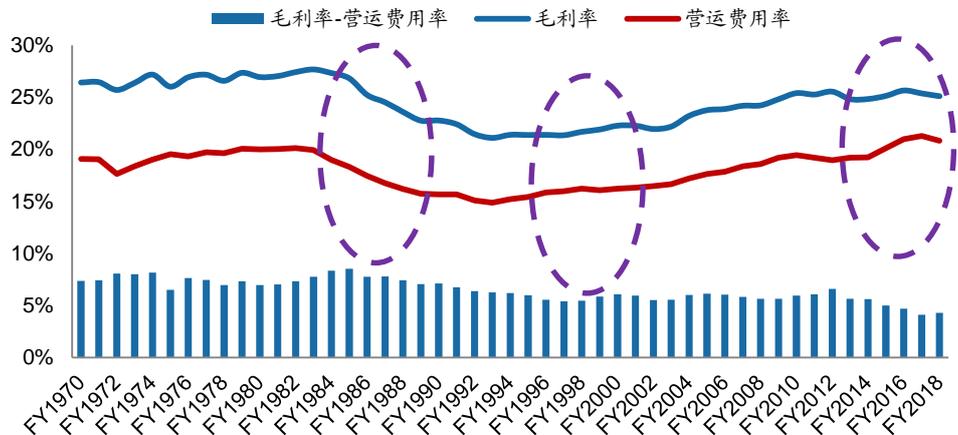
图 4: 沃尔玛存货周转天数下降



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

在长达 45 年的发展历程中，沃尔玛始终贯彻“天天低价”的战略，以维持合理盈利水平为目标（3-4%的净利率），根据费用率变化主动调降毛利率，即便在美国通胀高企的 1978-1981 年间（CPI 达到 9%-12%）也不例外。高效的供应链体系，促使公司在快速扩张期费用率大幅下降，为低价战略的执行留足空间，进而成功抢占更多市场份额。公司将费用率的降低充分让利给消费者，长期保持着 5% 左右的经营利润率，这为低价抢占份额的战略执行提供了充分空间。

图 5: 沃尔玛始终保持着5%左右的净利率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 2、Costco（好市多）

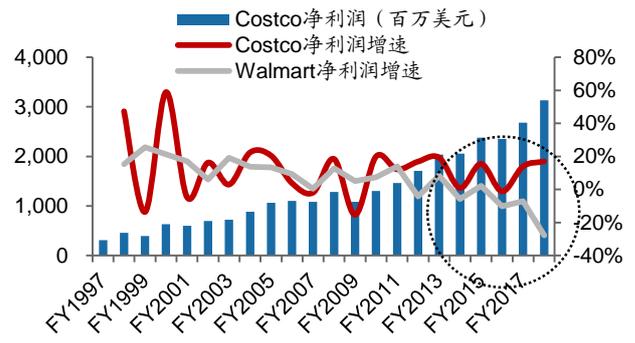
相比于老牌超市巨头沃尔玛，Costco是美国大卖场中绝对的后起之秀，公司寻求差异化竞争路径，精选爆款SKU，采用付费会员机制，从而实现颠覆性的价格优势。2009年经济危机之后，高性价比渠道崛起，Costco在收入与利润端表现皆胜于沃尔玛，并保持一贯的稳健。FY2009-FY2018年，Costco营收/净利润复合增速为7.9%/12.5%；同期沃尔玛收入端复合增速仅2.4%，净利润则自2015年起出现下滑。且Costco的ROE逆势上升，FY2016超越沃尔玛，FY2018达到26.6%（vs 沃尔玛12.7%）。

图 6: Costco营收增速相对Walmart更稳健



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (Costco财年截止到当年9月, Walmart为当年1月, 存在不同步现象)

图 7: 传统零售衰落时Costco保持稳健利润增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

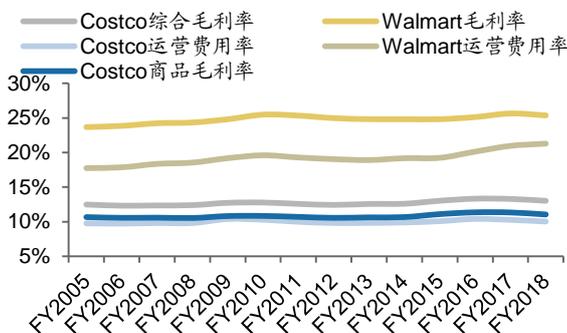
Costco精选SKU、筛选客群与沃尔玛的“大而全”模式有所差异，但本质上仍是提升供应链和运营效率实现终端极致性价比。Costco为代表的会员制仓储超市，是一种偏向“批发”的零售业态，基本经营理念为聚集会员的零散购买力，统一向大型厂家订货，获得批发折扣，取缔中间环节，使得进货成本尽可能降到最低，并让利给消费者。

Costco选择设定收入2%为会员费率（基本等同于整体净利率），商品几乎不盈利（商品毛利率11.0%与运营费用率10.0%基本持平）。常态下优秀零售公司净利率约3-4%（Walmart 2017年前的情况），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。

运营费用端，仓储超市模式业态中，仓库货架即门店，省去了销售人员上货、整理等步骤；同时减少广告宣传和促销活动（Costco几乎不做营销），尽可能降低终端售价，将节约的期间成本返还给消费者。

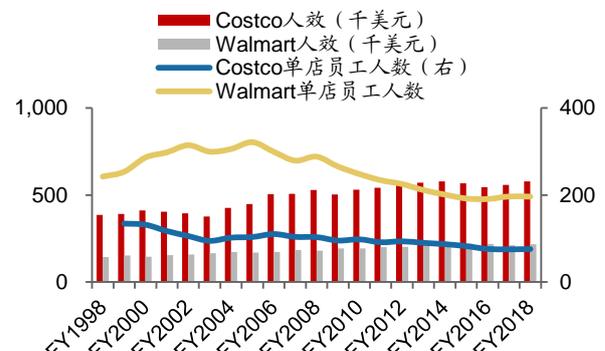
从财务结果看，Costco的SG&A费用率显著低于Walmart（FY2018，10.0% vs 21.3%）。人效来看，Costco店均面积14.8万平方英尺，店均员工仅75.8人；Walmart为17.5万平方英尺，员工196.3人（且Walmart在2008年后出现了明显的人员收缩）；Costco人效高达57.8万美元/人/年，Walmart仅21.8万美元/人/年。坪效来看，Costco坪效达到1278.9美元/平方英尺/年，约是Walmart（432.1美元/平方英尺/年）的3倍。作为印证，Walmart旗下的Sam's Club坪效同样也高于其体系内的大卖场。

图 8: 低费用率支持低加价率



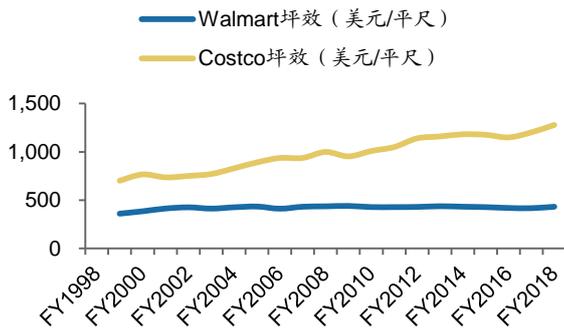
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 9: Costco店均人员仅沃尔玛一半，人效更高



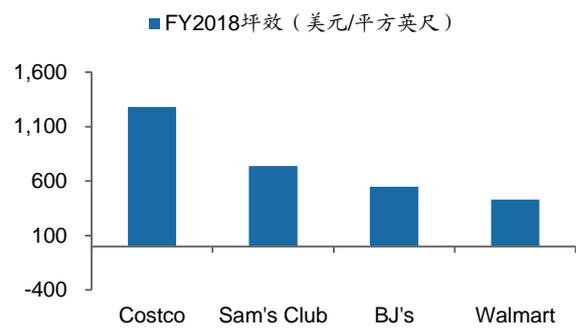
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 10: Costco坪效显著高于Walmart



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 11: 仓储超市的坪效普遍高于大卖场

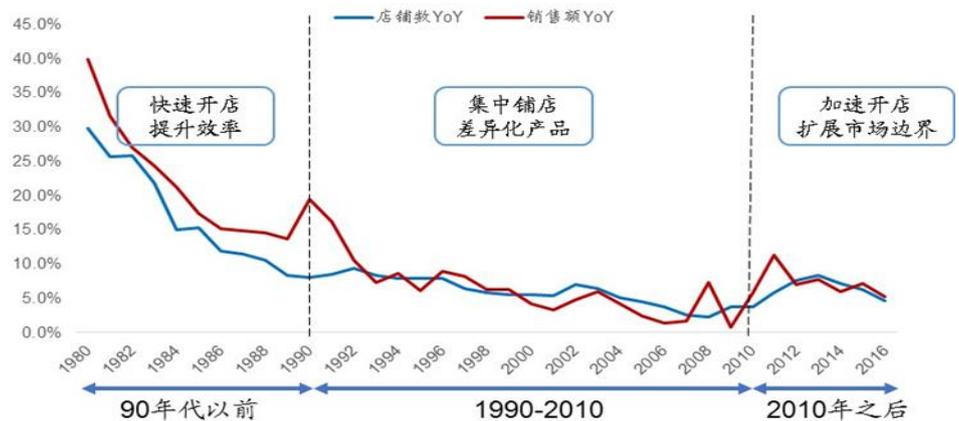


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

### 3、7-Eleven

美国地广人稀催生了“大而全”的郊区大卖场，日本高密度城市则孕育了“小而美”的便利店。7-Eleven是最值得研究的便利店公司，其龙头地位的奠定同样源于深耕规模和效率的零售本质。

图 12: 711各时期开店增速与销售额增速

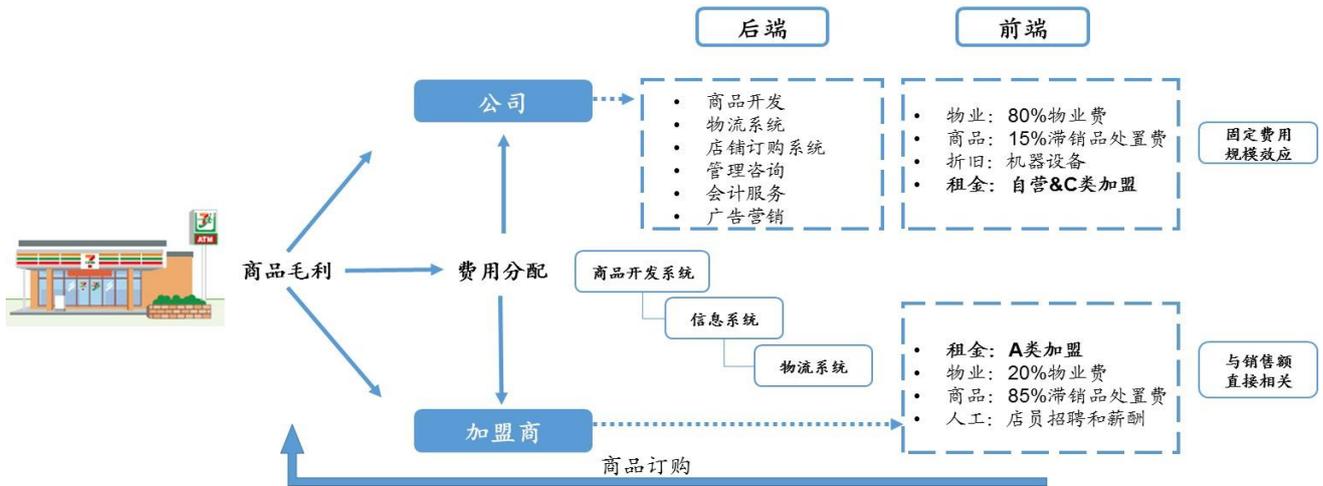


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

7-Eleven的快速扩张在于加盟模式下合理费用分配力求效率最大化。在后端，公司承担商品、信息、物流三大系统的开发和维护：这三大系统正是便利店高效运营的核心，销路畅通的商品、精确及时的信息共享、优质高效的物流配送形成了独立店铺难以与711抗衡的主要壁垒，是其进入711麾下的主要原因。在前端，公司负担了80%的物业费，15%的商品滞销费和全部的店铺设备，保证终端店铺商品优质、店面明净，在扩张过程中维持标准化。

除了物业费与滞销品处置费的剩余部分，加盟商主要承担前端店员的人工费。公司对上万家门店的店员招聘鞭长莫及，而店员高流动性、高密集性的特点决定了加盟商更适合担任终端雇主的角色。

图 13: 711公司与加盟商的毛利和费用分配



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

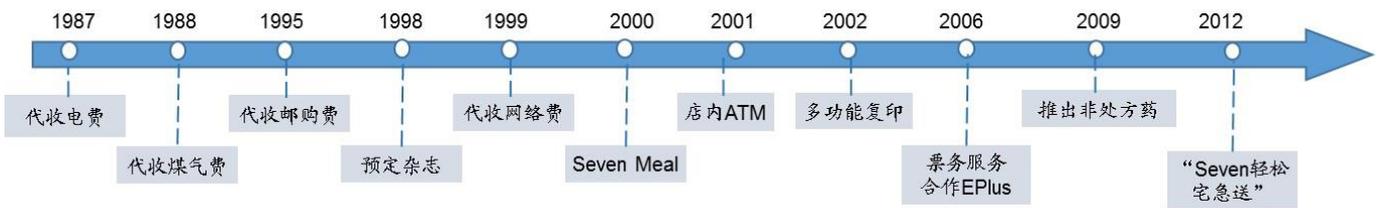
7-Eleven 的效率优势则来自于选址、商品、服务三个方面。

**选址：**采取集中开店策略，通过在一个街区密集开店以降低营销和物流成本，成功攻占了一个街区之后再向周围扩张，追求布点的“密”而非“广”。得益于集中开店策略，711 够维持在每一个街区的竞争优势，构建了对后来者的竞争壁垒。

**商品：**强大的自有商品开发系统为快餐品类领先提供了坚实的后盾，711 专属工厂比例高达 90%以上，全家、罗森的专属工厂比例仅 55%、64%（2013 年数据）。2007 年 711 推出自有品 Seven-Premium，主打优质爆款商品，再次提升商品优势。

**服务：**从 1987 年与东京电力公司合作推出代收电费服务开始，711 不断迎合消费者的服务需求，包括 Seven Bank ATM 服务和 Seven 轻松宅急送等。服务项目的推出增强了便利店的“便利”属性，让其成为深入社区的市政基础设施的一环；便利店得以成为消费者日常生活的一部分，客流量与消费黏性得到有力保证。

图 14: 711历史上推出的各项服务

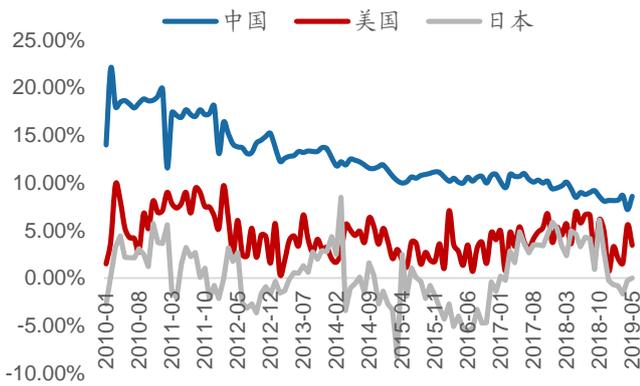


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）深刻理解中国市场的差异化特点，积极拥抱龙头公司

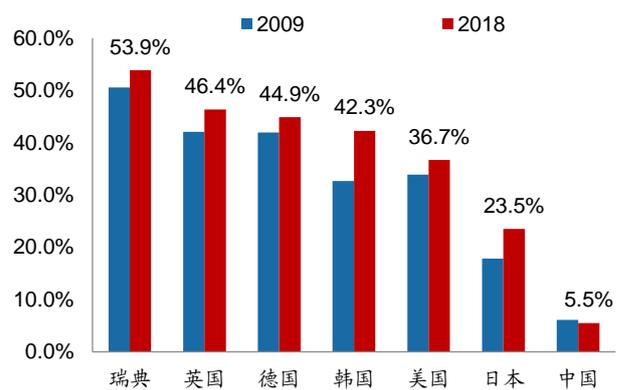
与海外成熟市场相比，中国零售行业成长性强、集中度低，因此龙头公司的规模成长是比任何其他成熟市场最重要的衡量维度。中国仍然是成长型国家，社零增速维持在8%以上，同期美国和日本均在5%以下；同时零售集中度极低，2018年国内零售行业CR10为22.4%（含阿里、京东），若不考虑电商，则实体零售CR10仅为5.5%，同期瑞典、英国、德国、韩国等成熟市场的零售CR10均在40%以上。

图 15: 中国、美国、日本社零增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

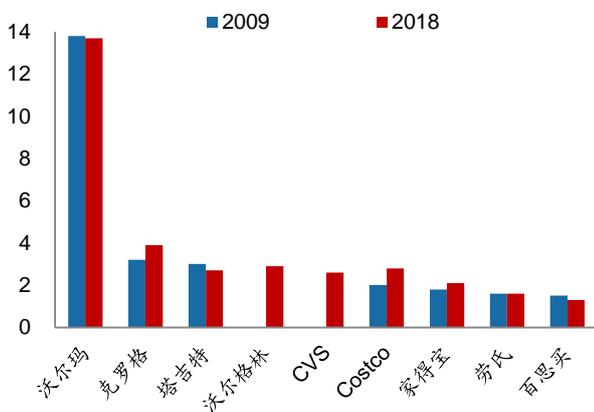
图 16: 各个国家实体零售集中度



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

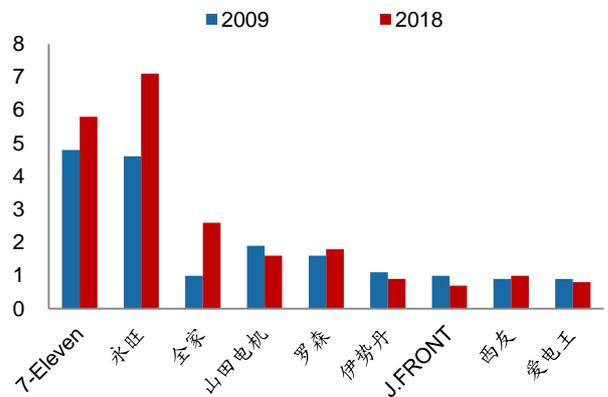
从海外经验来看，零售公司集中度提升是大势所趋。自20世纪80年代以来，美国线下零售市场持续兼并整合，市场集中度大幅提升，具体到各个细分领域集中度更高：如沃尔玛在商超的市场份额达到25%以上；家居超市是家得宝和劳氏的双寡头竞争格局；药店是Walgreen、CVS等公司的寡头竞争；百货行业则是Macy's、J.C.Penney等龙头主导。日本零售市场在20世纪90年代末起GDP与社会零售总额持续缓慢增长的背景下，龙头零售凭借效率优势快速扩张：如7-Eleven、全家、罗森（便利店），永旺（百货超市），山田电机（电器连锁）、美思佰乐（食品超市）、堂吉诃德（药妆连锁）、无印良品（家居零售）、优衣库（服装零售）、大创（百元店）等。

图 17: 美国线下零售龙头公司份额 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 18: 日本线下零售龙头公司份额 (%)

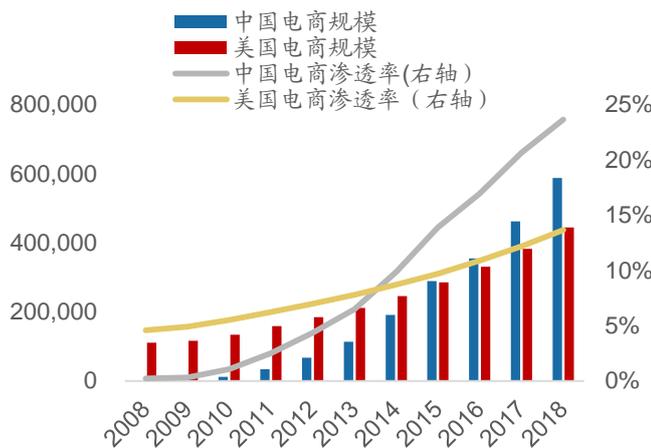


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

规模、效率、合理利润率构成的零售本质从未改变，但美国和日本形成的主流业态却有所不同，背后原因在于二者的人口聚集形态不同。美国地广人稀催生了“大而全”的郊区大卖场：美国大部分城市人口密度低，地广人稀，公路和私家车发达，位于郊区的超级大卖场占据了美国线下零售的主要市场份额（沃尔玛、Costco、塔吉特、克罗格等）。日本高密度城市则孕育了“小而美”的便利店：日本人口密度大、城市交通拥挤、租金昂贵，零售业态规模较小，以密集网络状的形式分布于住宅社区、车站商圈附近，因此便利店是日本的线下最主要业态（7-Eleven、全家、罗森等）。

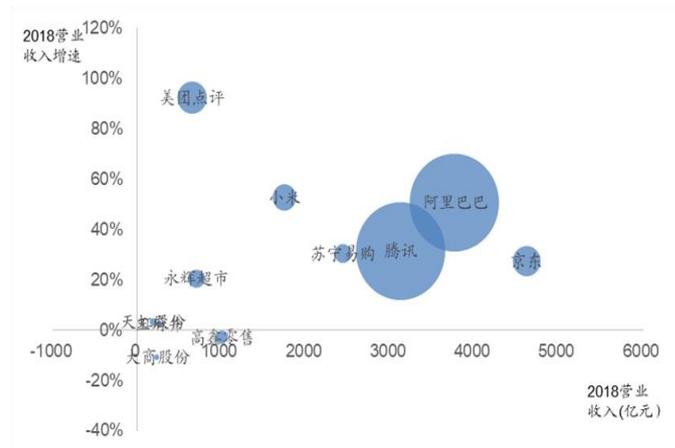
那么中国又会呈现出怎么样的业态格局呢？我国基尼系数处世界较高水平，居民之间收入差距较大，且不同层级城市及地区的经济水平差异巨大，呈现多需求多态并存的消费分层格局。而中国人口密度大、人工成本低以及线下市场区域割据的背景，为电商的发展提供了先天的肥沃土壤。根据Bloomberg，2018年中国电商的规模达到5879亿美元，渗透率达到23.7%。依据国家统计局披露的社零数据，剔除石油汽车等项目，2019年5月电商渗透率达到33.2%，大幅领先美国市场。微观层面来看，2018年阿里，京东，拼多多GMV分别为5.7万亿、1.7万亿、4716亿元，远大于线下单体公司，这意味着电商龙头在中国零售变革中将扮演极其重要角色。

图 19: 中美电商规模 (百万美元) 和渗透率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 20: 互联网龙头企业体量与增速都远高于线下零售企业 (气泡代表市值大小)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

### (三) 国内零售市场处于龙头强强联盟的整合阶段

中国零售处于集中度提升阶段，结构变化比宏观增速更重要。回顾国内零售行业的发展，大致经历了整体扩张、网购爆发、龙头联盟的三个阶段。

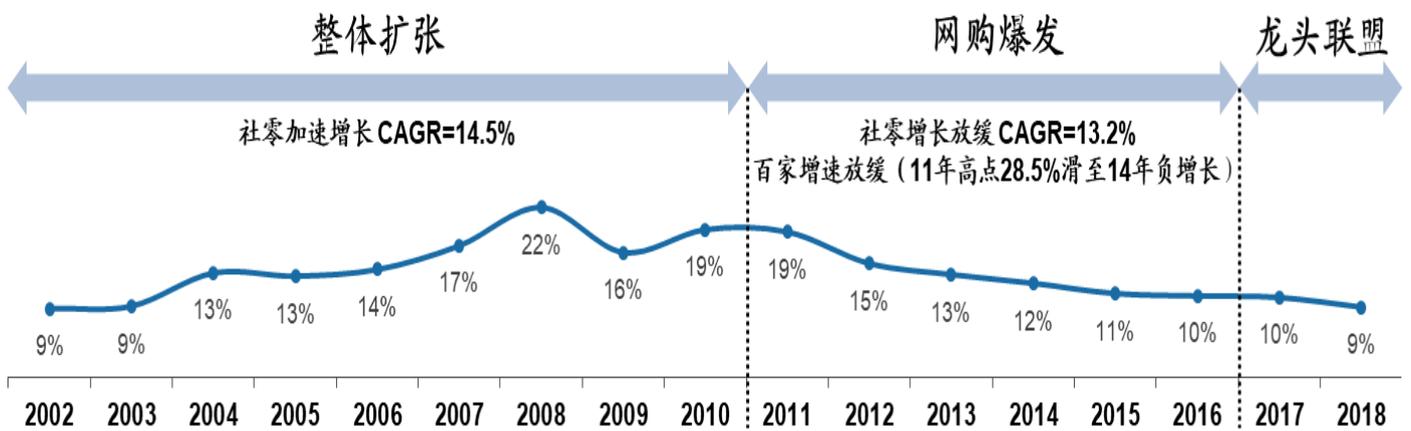
1) 2001-2010年，社零复合增速超过15%，各业态门店快速扩张。根据国家统计局有追溯的数据来看，2002年我国连锁百货门店仅有1551家，到2006年已翻了3.5倍至5353家；2002年我国连锁便利店仅有3324家，2008年翻了近5倍至16196家；2003年我国连锁专业店数量为15412家，仅2004年一年就翻了3倍至47827家。百货、超市、专业连锁行业均呈现收入利润的快速增长，以王府井、大商股份、重庆百货等14家2001年前上市的零售公司为样本，在2001-2010年间平均收入增速达23%，平均利润增速达24%。同时，行业平均净利率从2005年的1%上升到2010年的5%，平均ROE也从2%上升到15%。

2) 2011-2016年，网购爆发叠加社零增速放缓，实体零售普遍受到电商冲击，开店速度、收入利润、盈利能力都出现了明显下滑。从开店速度来看，除少数龙头公司仍有扩张动力外，大部分零售企业的展店已经基本停滞。从业绩增速上来看，2012年以来上市百货&超市公司收入、利润增速大幅下滑，14-16年多家公司出现负增长。从盈利能力来看，电商分流叠加人工&租金成本上升，实体零售企业净利率持续下滑：9家超市企业算数平均净利率从2011年的2.5%下滑至2015年的0，多家超市出现亏损；同时ROE从2011年的15%持续下滑至2015年的-3%。

3) 2017年至今是龙头联盟的阶段。红利期的电商更多地赚流量的钱，获客成本大幅提高使巨头目光重回线下流量洼地、突破生鲜与体验业态等电商难以攻克类目。线下零售公司纷纷站队阿里腾讯，龙头公司收购、入股不断，接受巨头改造或赋能的龙头将更快实现数字化提高效率、获得流量支持，更快抢夺中小玩家的份额，行业集中度提升。

站在今天的时点看中国零售市场，经济波动周期叠加行业整合周期。前者是行业的周期性机会，与经济周期和行业发展阶段密切相关，判断行业整体景气程度和板块投资时点；后者则是行业的趋势性机会，龙头企业凭借规模扩张穿越经济周期，实现超额收益。龙头公司加速结盟，行业整合周期的力量将远远强于经济波动周期，这种力量指引的方向就是零售集中度的快速提升。

图 21：国内零售市场发展的三个阶段



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 二、业态分化， $\alpha$ 与 $\beta$ 价值的不同体现

行业回暖、龙头领跑、集中度提升正在各个细分行业中发生，但我们认为不同细分板块的核心驱动因素不同，因而估值差异始终存在，投资思路亦有不同：

1) 百货仍然是  $\beta$  驱动，受制于核心物业，整合难度较大，龙头并未展现逆势能力，因此当下板块的投资逻辑更多是预期极度悲观下，终端消费回暖趋势带来的估值修复；

2) 超市更多是  $\alpha$  驱动，尽管CPI上升带动同店回暖，但更重要的趋势是龙头公司已领跑多年，且对行业的权重影响越来越大，也因此长期享受估值溢价；

3) 珠宝正逐步从  $\beta$  转向  $\alpha$  驱动，2017年之前的行业集中度提升并不明显，但2018年下半年开始龙头公司不约而同地加速门店扩张渗透低线级市场；

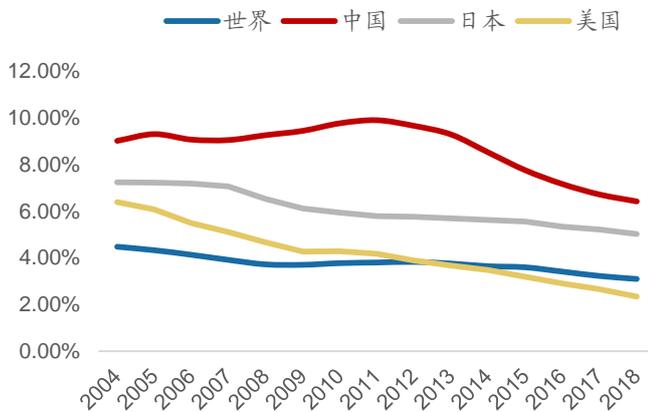
4) 电商作为成长性最高的行业依然具有良好的  $\beta$ ，但  $\alpha$  的作用将逐渐成为主导，阿里、京东、拼多多一超双强格局基本稳定、流量红利将尽的存量时代下，头部玩家争夺用户留存、提升ARPU更考验  $\alpha$  能力。而社交电商领域，依然有望诞生小而美的细分龙头。

(一) 百货：区域割据难享集中度提升红利，β主导投资机会

受电商、购物中心等分流冲击，百货业态普遍呈收缩趋势。美国和日本近15年数据来看，百货市场份额一路下滑：美国从2004年的6.4%下滑至2018年的2.34%，日本从2004年的7.2%下滑至2008年的5.0%。我国零售业态更迭晚于发达国家，在线下零售发展的“黄金十年”，百货占比先是从2004年的9.0%上升至2011年的9.9%，后快速下滑至2018年的6.4%。

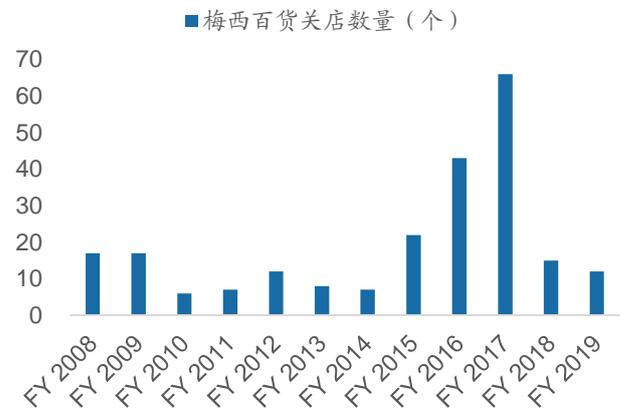
即便是龙头公司，也很难逆转业态衰退趋势，拥有120余年历史的“百货公司鼻祖”西尔斯集团（Sears）连年关店、亏损后于2018年11月正式申请破产；百货龙头梅西百货亦收入增长停滞，2016年8月宣布关闭100家门店，FY2017-FY2019（截至当年1月底）分别关店66个、15个、12个。

图 22：百货业态份额呈下降趋势



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

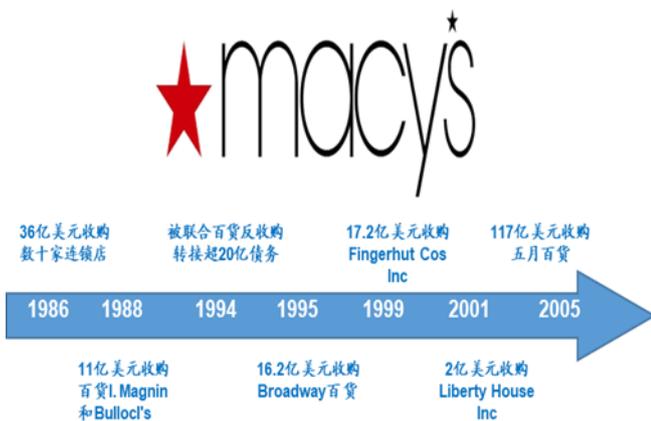
图 23：梅西百货关店数量增加



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

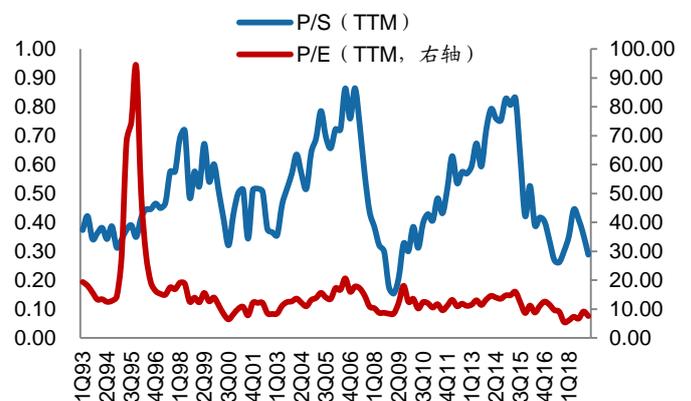
美国百货公司不乏兼并收购，但估值难以提升。目前美国前十大百货公司中的Macy、Sears、JcPenny、Nordstrom、Dillard、Saks等，都是通过并购区域百货公司来实现规模和份额的绝对增长。以梅西百货为例，梅西百货于1985年收购数十家连锁百货、1988年收购I.Magnin和Bullock's，1995年被联合百货收购，2005年收购五月百货。收购兼并虽然带来一次性的规模扩张，但并未带来经营效率和盈利能力的提升，在百货行业整体下行背景下，梅西百货并未享受估值提升。

图 24：梅西百货经历过数次兼并收购



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

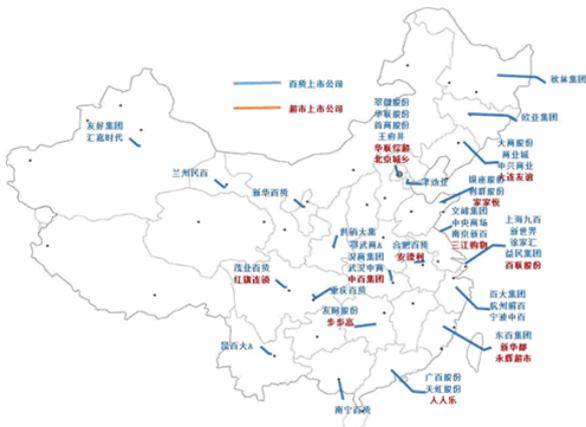
图 25：梅西百货历史估值



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

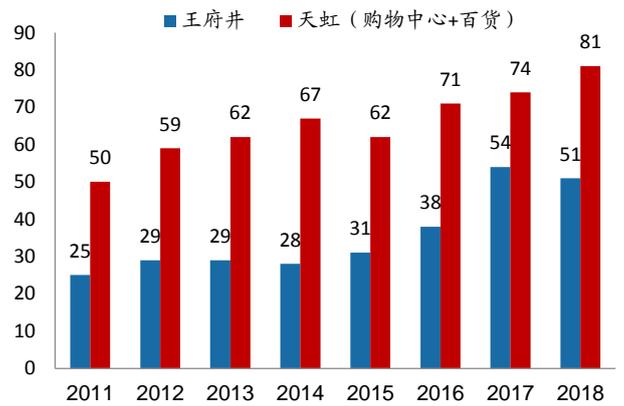
我国百货重物业而弱经营，国企资源禀赋，形成区域割据局面。与美国百货以自营模式为主不同，我国百货公司以联营或收取租金为主要商业模式，本质是赚取级差地租，因此百货公司的运营更多是物业管理，而非商品经营。若百货公司地处核心商圈，则自然坐拥旺盛客流，极易吸引品牌入驻，进而获得较高的扣点水平。物业资源难以跨区复制，且多数地方国企凭借资源禀赋，占据当地核心零售物业资源。因此，国内百货行业长期由区域零售公司主导，形成区域割据局面。如北京的王府井、首商股份，上海的徐家汇、新世界，湖北的鄂武商，安徽的合肥百货，山东的银座股份，广州的广百集团等。物业为王，国资主导决定百货行业跨区扩张较为困难，集中度提升速度缓慢。

图 26: 我国百货公司区域割据



数据来源: 广发证券发展研究中心

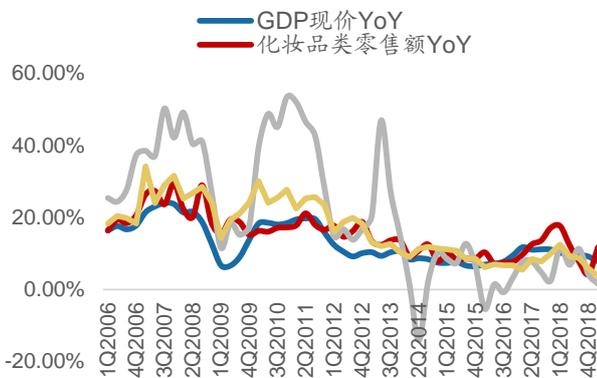
图 27: 王府井和天虹股份门店数量



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

百货同店增速主要受经济周期影响。百货行业作为珠宝、化妆品、服装等可选消费的重要销售渠道，对经济周期波动更为敏感。百货公司同店数据与经济周期具有较强的相关性，以天虹股份数据为例，12年和15年两轮经济增长低点，公司同店增长数据亦出现明显下行。18年下半年以来经济下行较大，18年天虹股份同店增速降为1.6%，1Q19进一步降至-2.8%。

图 28: 可选消费与经济周期有强相关性



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

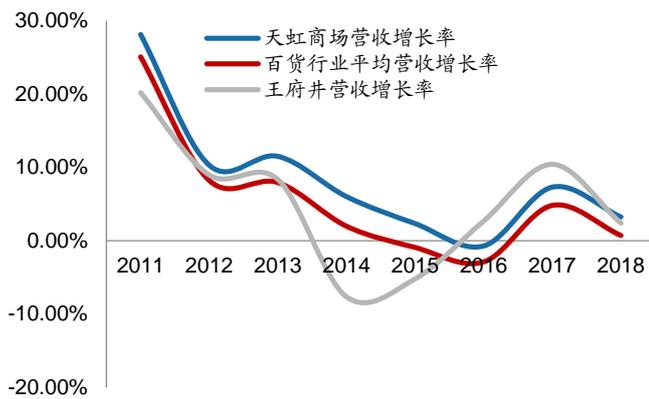
图 29: 百货公司同店数据与经济周期有较高相关性



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

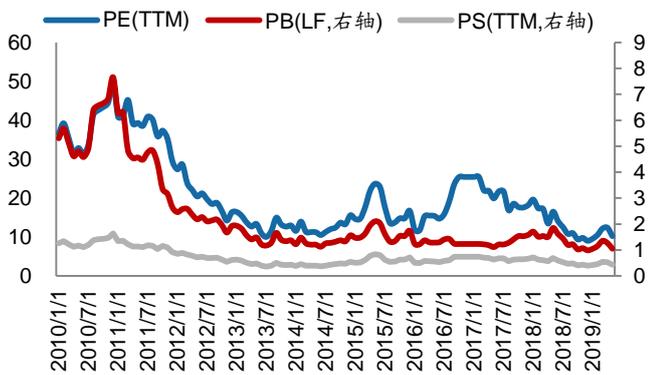
门店数量较难实现快速扩张，同店增长主要受经济周期影响，百货行业的投资机会主要来自 $\beta$ 属性。从历史数据来看，百货公司的表现与行业基本一致，较难体现出龙头红利：2011-2018年百货行业收入复合增速为6.1%，龙头公司天虹和王府井（剔除地产收入）分别为9.5%和5.4%。估值亦反映扩张速度与经济预期，2010年以前，行业处于高速扩张+高估值期；2011年以来行业遭遇“戴维斯双杀”，估值大幅下降；2017年以来随电商冲击减弱和经济复苏行业估值有所修复，但依然受低成长性与经济预期压制，行业市净率接近1。具有扩张能力的龙头公司享有估值溢价，如天虹股份（但扩张性主要现在超市业态）PB在2左右，PE(TTM)在15X以上，高于行业整体水平。

图 30: 可选消费与经济周期有高相关性



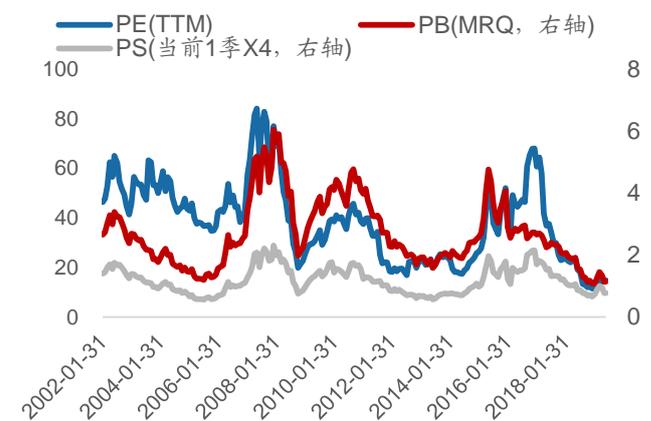
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 王府井历史估值情况



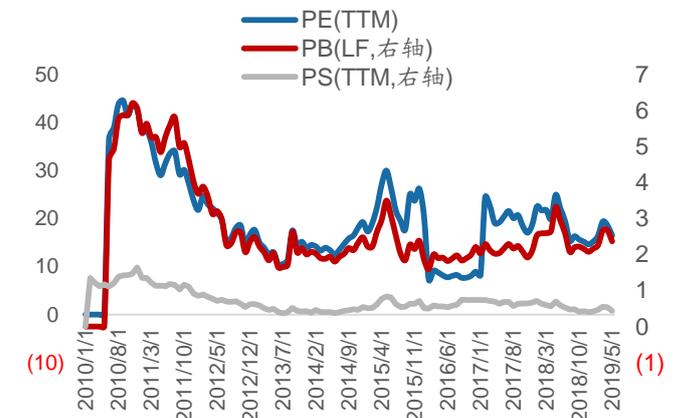
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 百货公司同店数据与经济周期有较高相关性



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 天虹股份历史估值情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

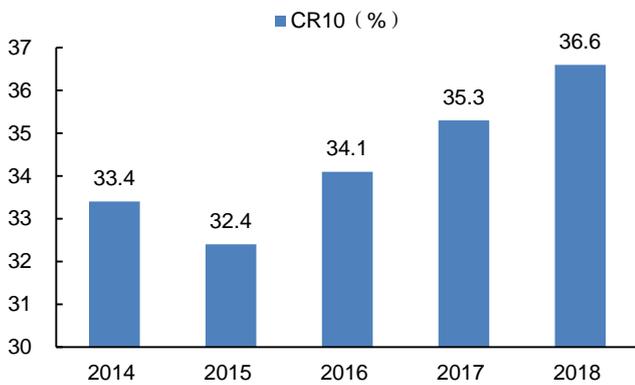
## (二) 超市: 比拼供应链效率和规模扩张, 龙头公司 $\alpha$ 价值显著

从业态变迁看，超市业态出现晚于百货，大卖场、便利店、生鲜超市等契合了消费者不同层次的需求。1993年以前，我国生鲜农产品和日用杂货均在农贸市场销售。后来外资超市如沃尔玛、家乐福、麦德龙进入中国市场。2000年以来，我国大力推行“农改超”，永辉超市、家家悦等国内连锁超市兴起，超市行业进入快速成长期。根据Bloomberg，我国超市业态份额从2004年的21.6%大幅上升至2015年的

32.3%，近几年虽稍有下滑，但依然保持在30%以上。从海外零售市场来看，美国和日本超市业态的市场份额也未像百货一样呈现明显下滑，美国维持在35%左右，日本维持在30%左右。

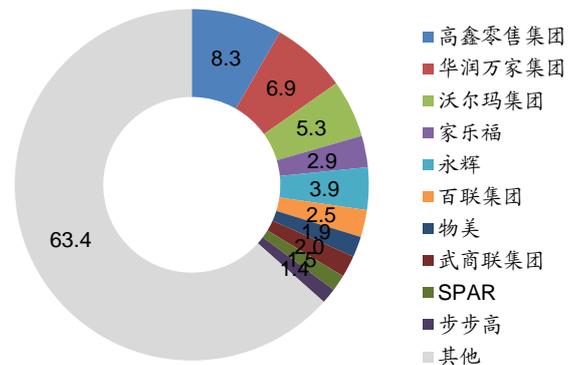
商超行业正处于整合兼并的浪潮中，龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额，行业集中度逐步提升。1) 与百货看重商圈物业资源不同，超市比拼的是商品运营能力。超市业态主要采取自营模式，其盈利的本质是赚取商品价差，因此各超市需不断夯实前端运营水平（决定获客能力和商品损耗率）和后端供应链能力（决定采购成本和商品质量），而运营经验更易跨区复制。2) 超市的物业资源相对较易获得，采用轻资产方式扩张（租赁为主），同时规模效应（体现在采货成本、定价能力等环节）更加显著。3) 超市行业前期投入成本较低，净利率较薄（行业平均净利率仅有1%-2%），经营不善者退出更快，被龙头收割市场份额。超市行业正处于集中度提升通道：据 Kantar Retail 数据显示，2018 年我国商超行业 CR10 达 36.6%，相比 2015 年提升 4.2pp。

图 34：我国商超行业集中度持续提升



数据来源：Kantar Retail，广发证券发展研究中心

图 35：2018 年我国商超行业市占率分布情况

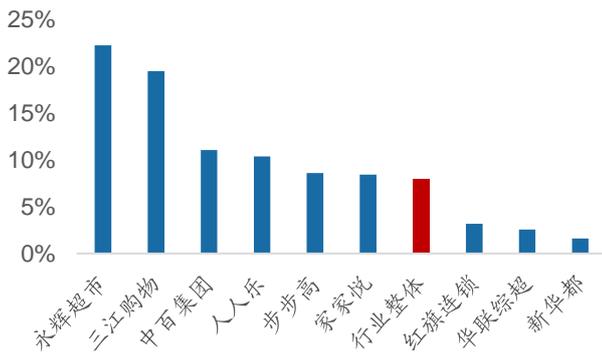


数据来源：Kantar Retail，广发证券发展研究中心

**龙头公司推动业态创新，赋予超市行业新生命力。**从2016年盒马鲜生引领新零售风潮，到永辉超市的创新迭代（永辉生活、超级物种、mini店），再到生鲜餐饮化、前置仓、社区生鲜店、商超即时配送等诸多新兴业态层出不穷。信息化程度更高、供应链能力更强、性价比更突出的零售企业最能享受到行业创新红利。而龙头公司在供应链升级、数字化改革，巨头合作等方面更胜一筹，将加速行业整合。

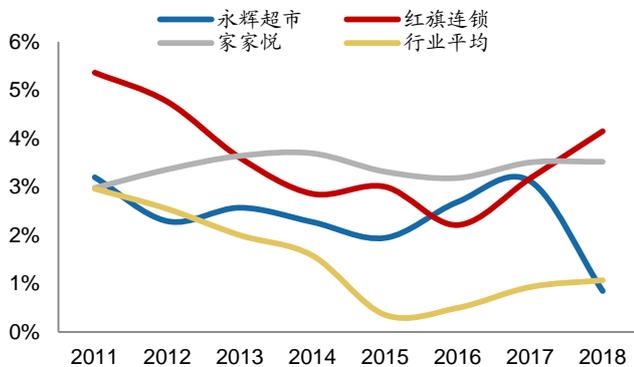
**超市行业分化，龙头α价值显著。**龙头公司规模和效率优势显著，持续领跑行业。以9家A股上市超市公司为样本，**门店扩张方面**，2018年永辉超市门店净增加129家，同比增长22.3%，远高于行业整体的7.9%。**收入增速方面**，2018年家家悦和永辉超市收入同比增长20.4%和12.4%，过去几年亦持续领跑行业。**盈利能力方面**，龙头公司基本保持2%-3%的净利率水平（18年永辉受新业务拖累净利率下滑），而人人乐、华联综超等公司连年亏损。持续的领跑带来分化的加剧，是超市龙头公司享受估值溢价的基础。伴随着整合兼并的加速，我们预计龙头公司资产负债率及杠杆水平有望提升，推动ROE水平的提升。

图 36: 2018年各超市公司的门店增速情况



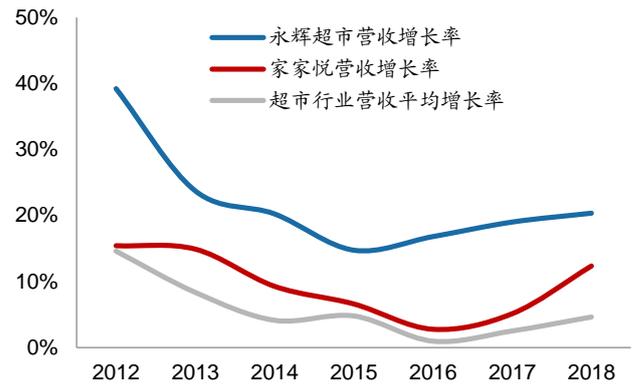
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 38: 龙头公司经营利润率高于行业整体



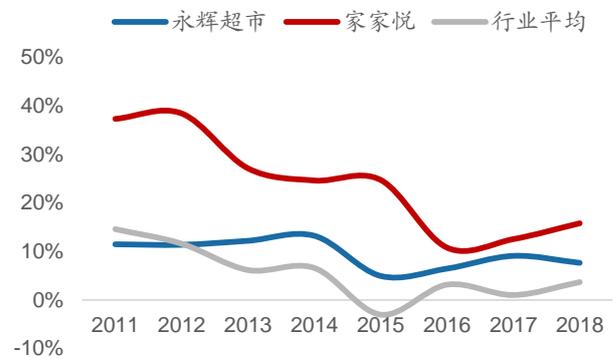
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 37: 永辉和家家悦收入增速持续领跑



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 39: 龙头公司ROE高于行业整体



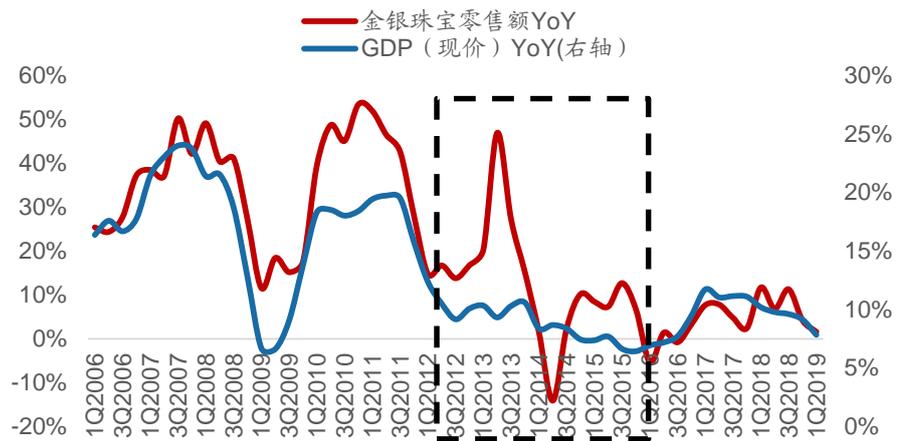
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### (三) 黄金珠宝: 从β到α, 关注龙头公司的逆势扩张

珠宝行业周期性与趋势性共存, 周期性视角解释了黄金珠宝板块整体景气程度, 趋势性机会则帮助我们发掘优秀个股的α机会。

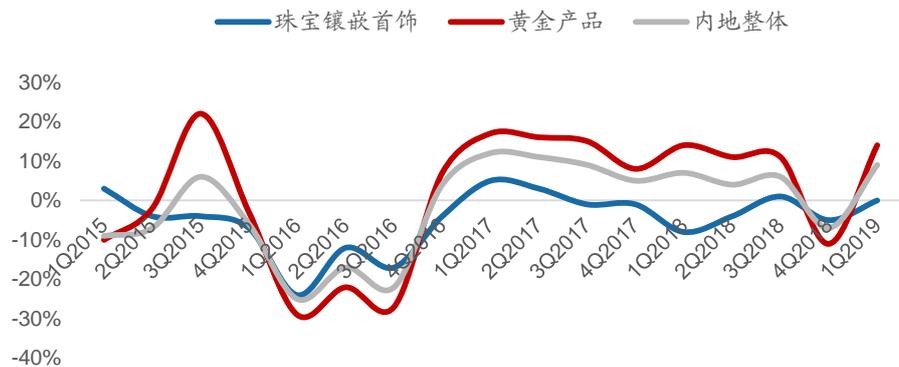
黄金珠宝的可选消费属性使其与经济周期具有较高的相关性。从历史复盘来看, 除2013年金价急跌导致的“抢金潮”以及对第二年的透支, 名义GDP走势与金银珠宝零售额走势呈现高度相关性。2018年下半年宏观经济下行导致珠宝终端销售现疲软迹象。4Q2018珠宝行业景气度低点确认, 这在周大福、六福、Tiffany的同店数据中均有所反映。伴随经济企稳, 1Q2019珠宝景气程度环比亦有所改善。周大福和六福的同店增长验证了这一行业趋势: 周大福4Q18内地同店同比下滑7%, 1Q19回升至9%; 六福4Q18内地同店下滑14%, 1Q19回升至2%。

图 40: 珠宝消费与经济周期高度相关, 投资属性使二者出现偏差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

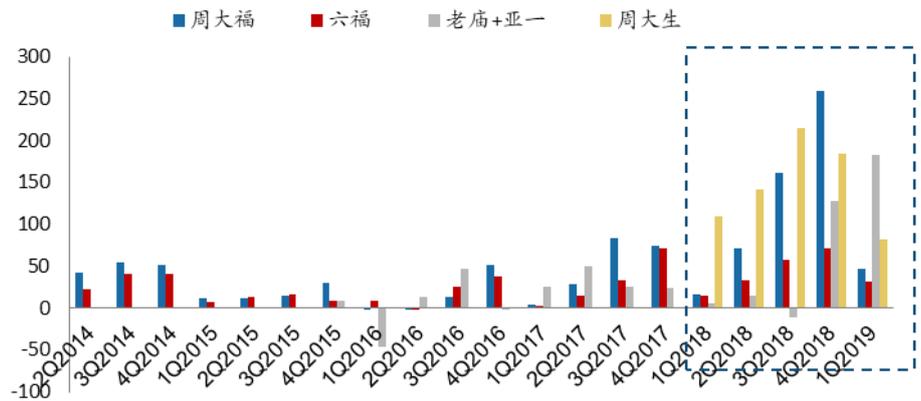
图 41: 周大福内地直营店同店增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

在行业整体增速放缓的背景下, 更多关注竞争格局的变化。当前行业最大的趋势性亮点在于渠道下沉和品牌集中度提升加速, 龙头公司逆势扩张是最好的体现。与上一轮(2H2015-1H2016)行业低迷期开店缓慢不同, 本轮周期龙头公司开店速度大超预期。根据公司年报, 4Q18周大福与六福中国内地分别净增加259个、72个零售点, 全年门店净增加509家、176家; 周大生保持高速展店, 4Q18门店净增加185个, 2018年全年门店数量净增加651个; 老凤祥2018年门店净增加347家, 为五年来最多。豫园股份(老庙+亚一)发力珠宝业务, 4Q18和1Q19门店净增加128/183个, 开启扩张周期。各大龙头公司均处于门店扩张速度的历史高点。

图 42: 龙头企业门店季度净增加数量 (内地)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (周大生季度门店净增加数自 1Q18 开始披露)

品牌集中度提升背后的逻辑在于龙头公司在品牌、产品上的优势愈发明显, 小品牌加速退出。随着消费者品牌认知的提升, 设计、工艺升级, 大品牌的引流和盈利能力明显优于小品牌。珠宝行业从过去的价格驱动逐步转向产品和品牌驱动。2019年以来大热的“古法金”带动周大福同店强势增长, 正体现了龙头公司在设计、推广、运营方面优势显著。周大生进行SKU精简和产品系列梳理, 按人群分类推出“闪亮女孩”、“都市独白”等九大系列, 引领“情景风格珠宝”。老凤祥拓展非素品类, 2018年报披露镶嵌、彩宝、珍珠实现销售58.49亿元, 同比增长4.54%, K金实现销售11.93亿元, 同比增长28.29%, 二者占珠宝首饰收入达到20.8%。

龙头公司已经在积极地释放管理红利。周大生对2019年的展望, 强调运营体系的建设和产品研发的加强, 包括广告营销的投入增加、建立产品研发中心、自营加盟信息化打通共享库存、门店形象全面升级等。老凤祥则积极推进股权和激励机制改革, 2018年引入央企国新作为战略投资者, 实施子公司西泠印社股权结构调整, 推进混合所有制单体、骨干持股、收入分配与业绩挂钩等激励机制改革, 而在2019年将继续推进股权结构调整, 重塑激励机制, 选择3-5家试点子公司推行职业经理人制度。这些举措将强化龙头公司的品牌、产品、管理优势, 延续扩张红利周期, 并助力由渠道红利向管理和产品红利过渡。

根据Bloomberg数据, 未来5年我国珠宝行业规模增速在5%-8%之间, 行业进入低速增长、存量竞争阶段。但龙头公司享受品牌集中度提升红利, 成长性依然强劲: 周大生2018年及1Q19收入增长28%和17%; 老凤祥珠宝主业2018年与1Q19收入增长14.2%和15.7%。龙头公司逆势扩张, 品牌和产品差异化体现, 运营和管理日益精细化, 行业正逐步从β驱动转向α驱动。随着品牌集中度提升逻辑逐步兑现, 龙头公司的估值有望提升。

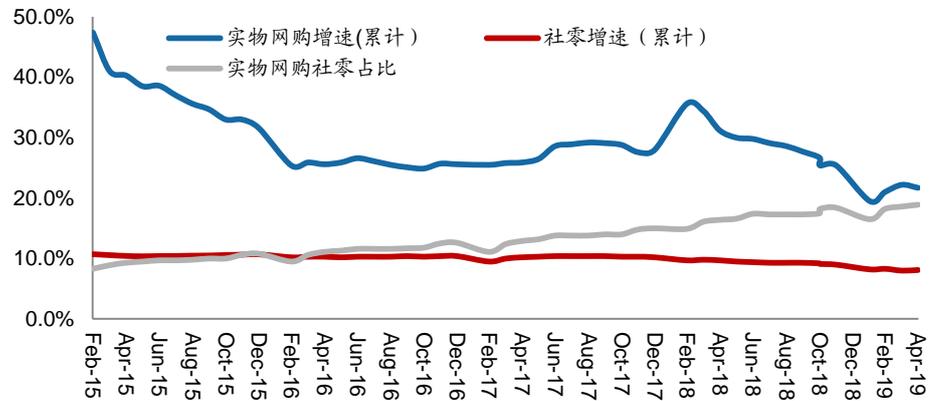
#### (四) 电商: 一超双强局, 社交胜负手

##### 1、电商依然是国内零售市场的成长性赛道

高互联网普及+低线下现代商业覆盖, 高城市人口密度+低人工成本, 供需两端“两高两低”的格局以及物流、支付等基础设施的不断完善, 国内电商发展领先全球, 且依然是零售市场最为重要的赛道。依据国家统计局数据, 18年国内实物电商

交易规模同比增长28.1%至7万亿元，对社零总额增量贡献率达到44.9%；1-5M19，实物电商累计增速21.7%，同期整体增速仅为8.1%，实物网购在社零中累计占比提升至18.9%。预计未来三年实物电商仍将保持18.1%的复合增速，2021年规模将达11.6万亿元，在社零售总额中占比进一步提升至23.9%。

图43: 1-5M19实物电商增速放缓至21.7%，在社零中占比达到18.9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 预计18-21年实物网购复合增速18.1%

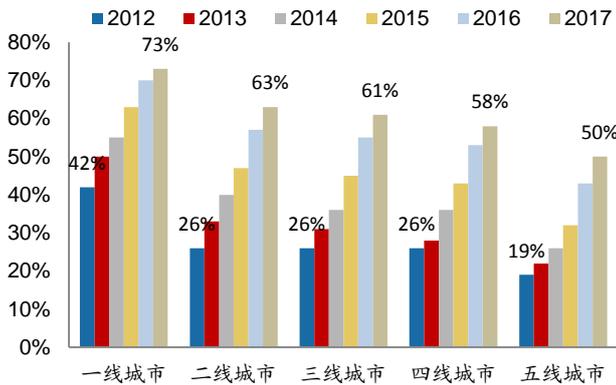
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
实物网购规模 (亿元)	42,394	54,806	70,198	84,941	99,992	115,551
yoy	30.7%	29.3%	28.1%	21.0%	17.7%	15.6%
网购用户数 (亿人)	4.7	5.3	6.1	6.7	7.2	7.8
yoy	14.6%	12.8%	15.1%	10.0%	8.0%	7.0%
人均实物网购金额 (元)	9,084	10,276	11,508	12,659	13,798	14,902
yoy	15.8%	13.1%	12.0%	10.0%	9.0%	8.0%
社零总额 (亿元)	332,316	366,262	380,987	413,371	447,681	483,495
yoy	10.4%	10.2%	9.0%	8.5%	8.3%	8.0%
实物网购社零占比	12.8%	15.0%	18.4%	20.5%	22.3%	23.9%
实物电商对社零增长贡献率	31.8%	36.6%	44.9%	45.5%	43.9%	43.4%

数据来源: Wind (其中社零增速为 Wind 一致预期), 广发证券发展研究中心

电商规模增长可以拆解为用户数及人均消费增长, 后者可进一步分解为人均单量和客单价两个维度:

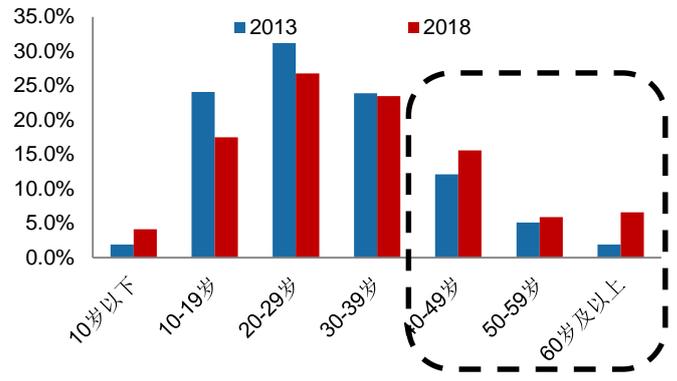
1) 电商用户数增长源自低线市场和“银发用户”的渗透。依据CNNIC及Kantar凯度数据, 2018年电商用户同比增长15.1%至6.1亿人, 在总网民中占比达到73.6%。2017年, 四线/五线电商渗透率仅为58%/50%, 较一线/二线城市73%/63%的渗透率依然差距明显; 2018年, 40岁以上网民用户占比达到28.1% (VS 13年仅19.1%), 低线市场、“银发用户”依然有渗透率提升空间。

图44: 低线市场网购渗透率较一二线城市仍有明显差距



数据来源: 凯度, 广发证券发展研究中心

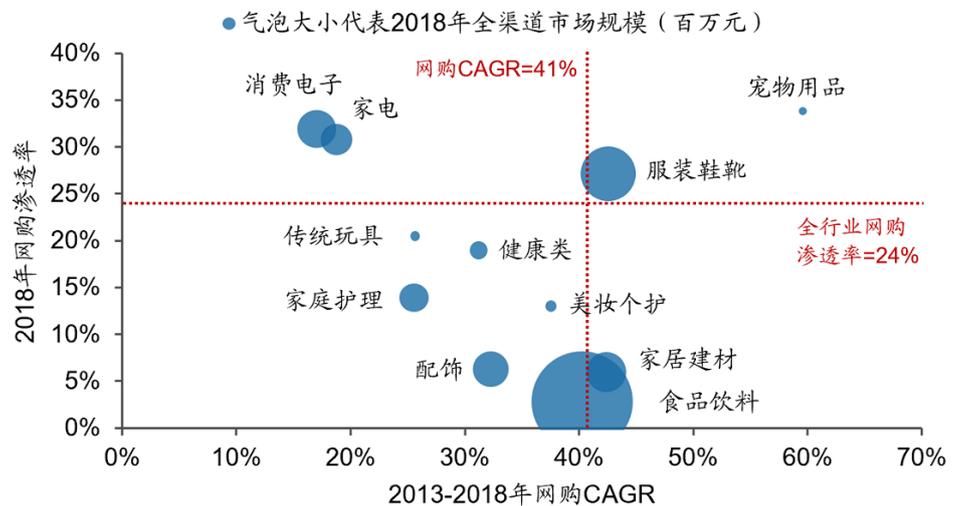
图45: 互联网用户在“变老”



数据来源: CNNIC, 广发证券发展研究中心

**2) 人均单量的提升有赖电商品类的扩张。** 电商消费习惯的养成 (需求扩散) 和履单成本的优化 (订单密度&店仓一体模式等推动电商品类渗透持续推进。依据彭博数据 (终端零售口径, 与国家统计局社零数据口径有所差异), 2018年电商整体渗透率为23.7%, 其中消费电子 (31.9%)、家电 (30.8%)、服装鞋靴 (27.2%) 等传统电商品类 (高客单or高毛利空间覆盖履单费用) 渗透率领先; 以食品饮料 (2.9%)、家居建材 (6%) 等电商“边缘”品类将是未来品类扩张重要类目。尤其是食品饮料, 高行业天花板 (18年全渠道规模达到8.5万亿元)、且高频刚需属性, 已然成为电商必争类目。

图46: 品类渗透提升带动单量增长

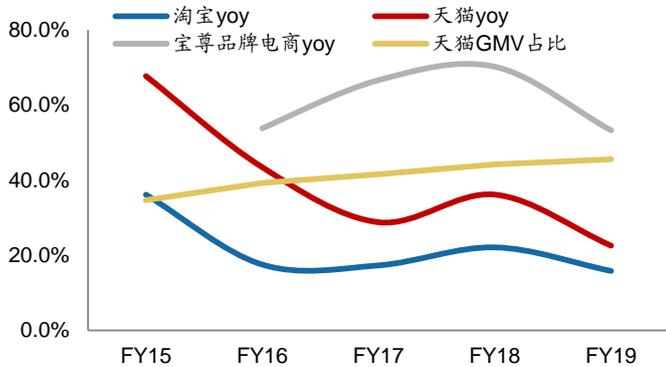


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**3) 客单价的提升更多体现消费升级趋势。** 以阿里系为例, FY19, 天猫平台GMV增速22.6% (VS淘宝15.8%), 在整体GMV中占比提升至45.6%, 而在天猫平台主营品牌电商运营的宝尊电商GMV增速达到53.3%, 阿里系电商的品牌化趋势依然在延续; 与之类似, 拼多多平台实际上也在推动低线市场的消费升级, 2018年, 拼多多平台人均订单量同比增加8.9单至26.5单, 客单价则同比增加9.7元至

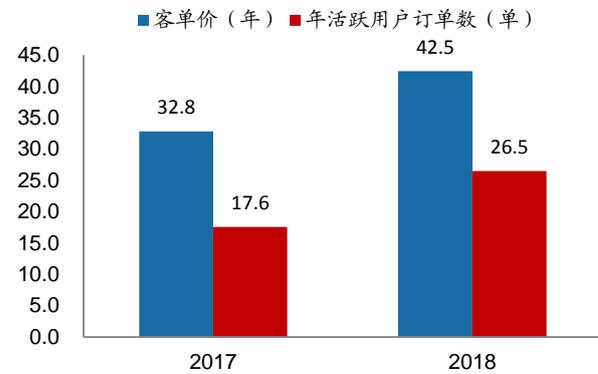
42.5元。除平日购买外，电商高聚合和高传播属性使其也越发成为品牌新品首发的主要阵地，依据天猫官方披露，2018天猫全年新品数量超过5000万（VS 17年仅1200万），新品销售在天猫旗舰店中销售占比达到31%（VS 17年仅为24%）。

图47: FY19天猫GMV占比提升至45.6%，升级趋势明显



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（阿里巴巴财报截至当年3.31，宝尊电商增速已调整为阿里财报周期）

图48: 拼多多18年客单价/人均订单数增长明显



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

## 2、一超双强领先优势明显，难以期待新的超级电商平台出现

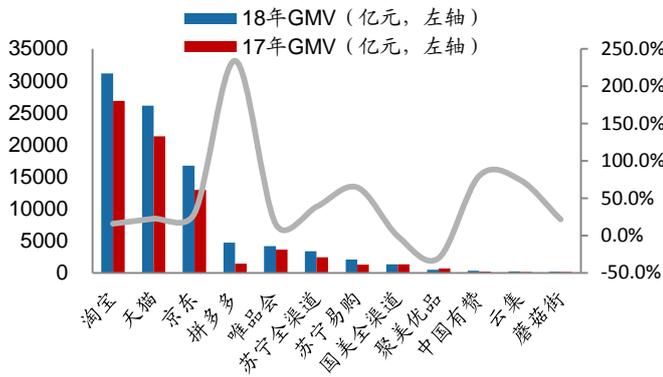
相比线下零售，电商缺少地理区位阻隔和实体货架限制，在缺少新的流量红利下，阿里、京东、拼多多三家的领先优势明显，难以预期新的超级平台出现：

1) 无论是用户还是GMV体量，三大平台均与其他电商平台拉开明显差距。依据公司财报及QM数据，用户数来看，截至5M19，淘宝/拼多多/京东移动端月活跃用户数分别到达5.83/3.36/2.41亿人；GMV规模来看，2018年，阿里（含淘宝&天猫，为FY19财年数据）/京东GMV规模分别达到5.73/1.68万亿元，是唯一二规模达到万亿级别的平台；拼多多GMV规模亦达到4716亿元，且同比增速高达234%。

2) 三大平台基本实现对互联网用户的全覆盖，且迅速跟进与新兴流量平台的合作。5M19，淘宝&拼多多&京东三大平台去重后移动端用户数达到8.54亿人，以微信用户数为标杆，对移动互联网用户的覆盖度达到90.4%，实现了高、中、低购买力用户的全覆盖。且不同于拼多多崛起时阿里系与腾讯流量平台的相互隔离，三大平台均迅速与抖音、快手等新流量平台达成合作，并迅速更近直播等新电商玩法。以及阿里官方披露，2018年，淘宝直播带动的GMV已达到1000亿元，未来三年预计将达到5000亿元。

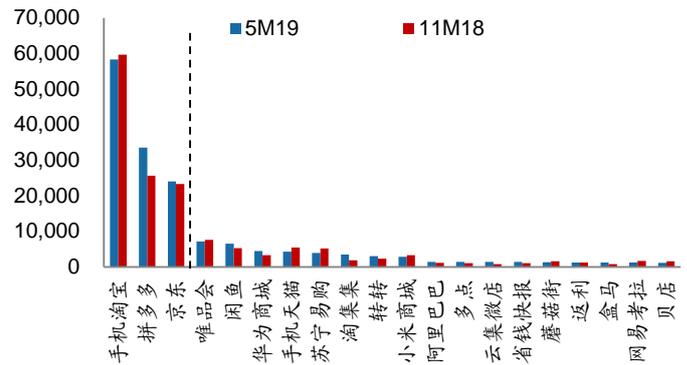
3) 以物流和支付为代表，电商基础设施建设日趋完善，购物体验之间的细微差异难以成为主导用户去向的核心要素。截至2018年末，全国快递营业网点数达到27.5万个，全年快递业务量达到507亿单，异地快递每单价格降至8.1元，当日达、次日达服务已经成为各家电商的标配服务；2018年第三方移动支付交易规模达190.5万亿元，支付宝+财付通份额高达93.5%，从线上到线下，第三方支付习惯已经全面养成，且被阿里巴巴和腾讯两家牢牢把控。

图49: 阿里&京东GMV规模领先优势明显



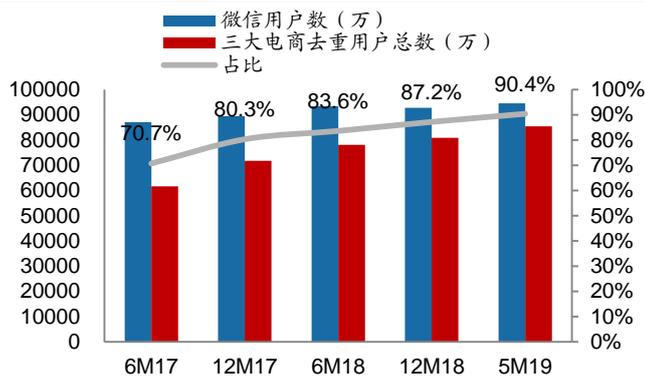
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (淘宝&天猫为对应财年数据)

图50: 淘宝&京东&拼多多app月活用户数遥遥领先



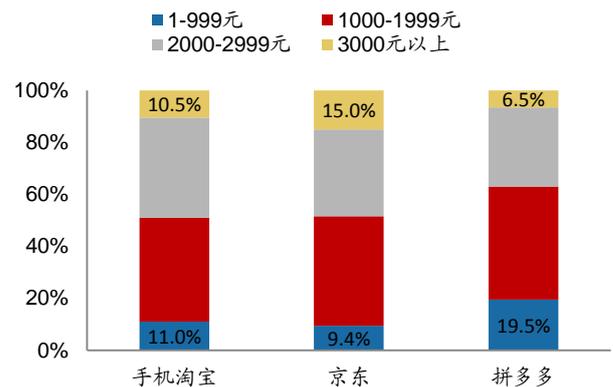
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图51: 以微信用户数为标杆, 淘宝&京东&拼多多三大电商去重用户后占比达到90.4%



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图52: 三大电商app终端价格体现差异化用户覆盖 (5M19)



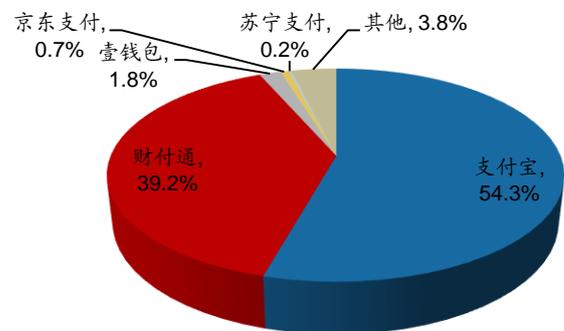
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图53: 18年异地/同城快递均价降至8.1/7.9元



数据来源: 国家邮政局, 广发证券发展研究中心

图54: 18年第三方移动支付交易规模达190.5万亿元, 支付+财付通份额高达93.5%

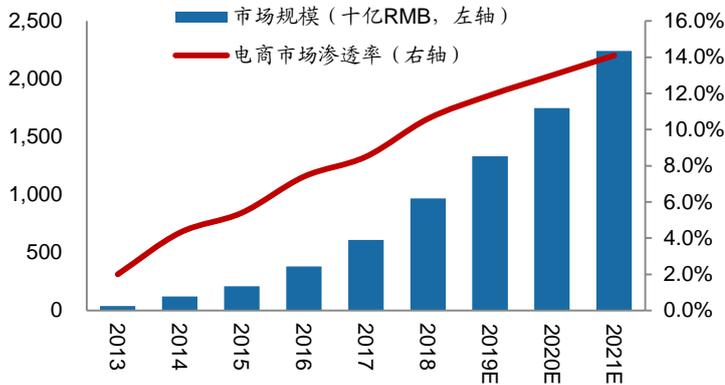


数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

### 3、社交电商重构电商流量来源，大平台积极布局外，“小而美”平台值得关注

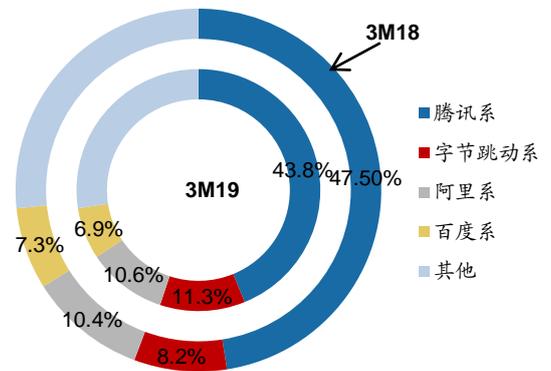
“无社交，不电商”，社交电商方兴未艾，行业规模处于快速成长期。依据 Frost & Suliven 数据，2018年社交电商行业规模达到9672亿元，在整个电商行业中占比到达10.6%，且未来三年仍将保持32.3%复合增速，预计2021年行业规模将达到2.24万亿元，传统以搜索为核心的B2C电商之外重要赛道。

图55: 18年社交电商市场规模9672亿元，同比增长58.6%



数据来源: Frost & Suliven, 广发证券发展研究中心

图56: 巨头瓜分互联网流量市场



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

社交电商核心在于以社交方式引流，重构了流量来源和运营转化方式。依据获客及运营模式差异，国内活跃的社交电商产业公司主要分为四类：

1) **拼购/拼团类**，通过熟人分享砍价、熟人/陌生人拼/团购减价模式，激发用户分享形成自传播。典型代表为拼多多、苏宁拼购等，以及18年以来崛起的社区拼购平台；

2) **S2B2C分销/会员类**，平台（S）负责从选品、配送、售后的供应链整合，赋能小B作为分销渠道，通过现金奖励&销售提成形式刺激小B分享传播吸引用户（C）。部分平台逐步过渡为偏重体系内用户消费的会员模式，提倡“自购省钱，分享赚钱”。典型代表为云集、环球捕手等；

3) **社区/内容类**，针对特定需求和爱好（如母婴，美妆），在垂直类目中深耕，以社区&KOL优质内容吸引用户“种草”。典型代表为小红书、宝宝树、如涵电商、蘑菇街等；

4) **技术服务类**，基于微信、微博等流量池，为B端客户提供小程序开发运营、技术服务支持等一站式电商运营服务。典型代表为中国有赞、微盟等，以及原阿里体系的品牌电商服务公司，如宝尊电商等。

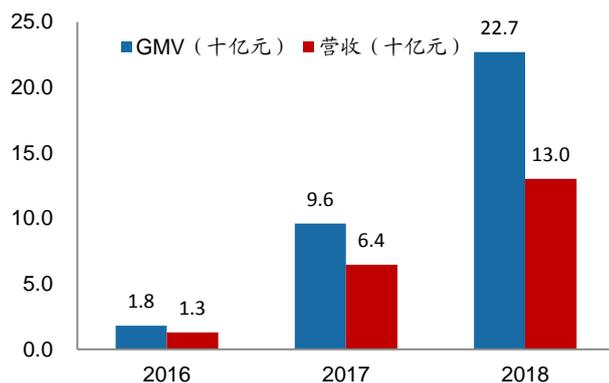
图 57: 四类典型社交电商产业公司



数据来源: 广发证券发展研究中心

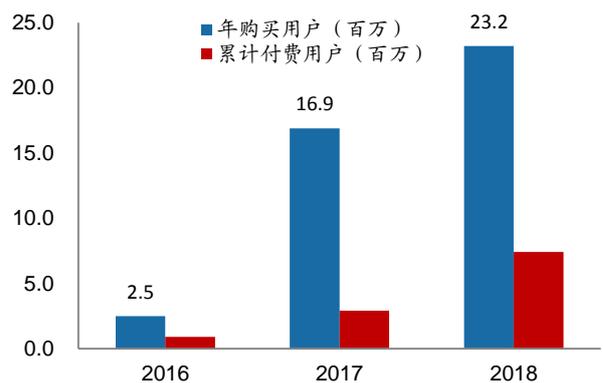
社交电商赛道仍有望诞生“小而美”公司，看好S2B2C分销和中小电商卖家SaaS服务两类私域流量变现机会。大型综合电商在社交和内容领域的迅速布局和用户端的全覆盖压缩了新兴社交电商平台的生存空间，除已经率先跑出规模优势的拼多多外，社交电商领域短期难以再出现大型综合平台机会。但社交电商的一大价值在于发挥KOL/网红的私域流量价值，已上市的公司中，我们认为提供完整后端供应链支持和一站式电商SaaS服务类公司仍有望成为“小而美”的投资机会，前者以美股上市的云集（YJ.O）为代表，后者则以港股上市的中国有赞（8083.HK）为代表。

图58: 成立三年，云集18年GMV/营收达到227/130亿元



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图59: 云集18年购买用户2320万, 累计付费会员740万



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图 60: 手机淘宝18年以来大幅增加信息流及直播推荐内容



数据来源：广发证券发展研究中心

### 三、存量突围的趋势探讨：用户和产品的定位与聚焦

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，电商平台发展的同质化趋势加深：无论平台是以C2C、物流配送、特卖还是拼团起家，在发展过程中都不可避免地“天猫化”，开放平台品牌入驻+佣金广告实现流量变现，从产品设计、运营活动、品牌入驻到物流体验的各方面差异在逐渐消弭。

存量竞争时代不再是粗放的跑马圈地，更需要适度聚焦、构建差异化服务形成竞争壁垒。前端流量的变革中，会员制作为用户筛选途径，帮助构建的是差异化的内容组合；后端商品维度，性价比提高、C2M精准开发是消费升级的进阶形式，渠道商向上整合供应链、主导产品创造的过程形成了渠道自有品牌，品牌商向下整合渠道提高流通效率、降低品牌溢价即形成了性价比品牌。

#### （一）会员体系：存量用户的升维运营

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：

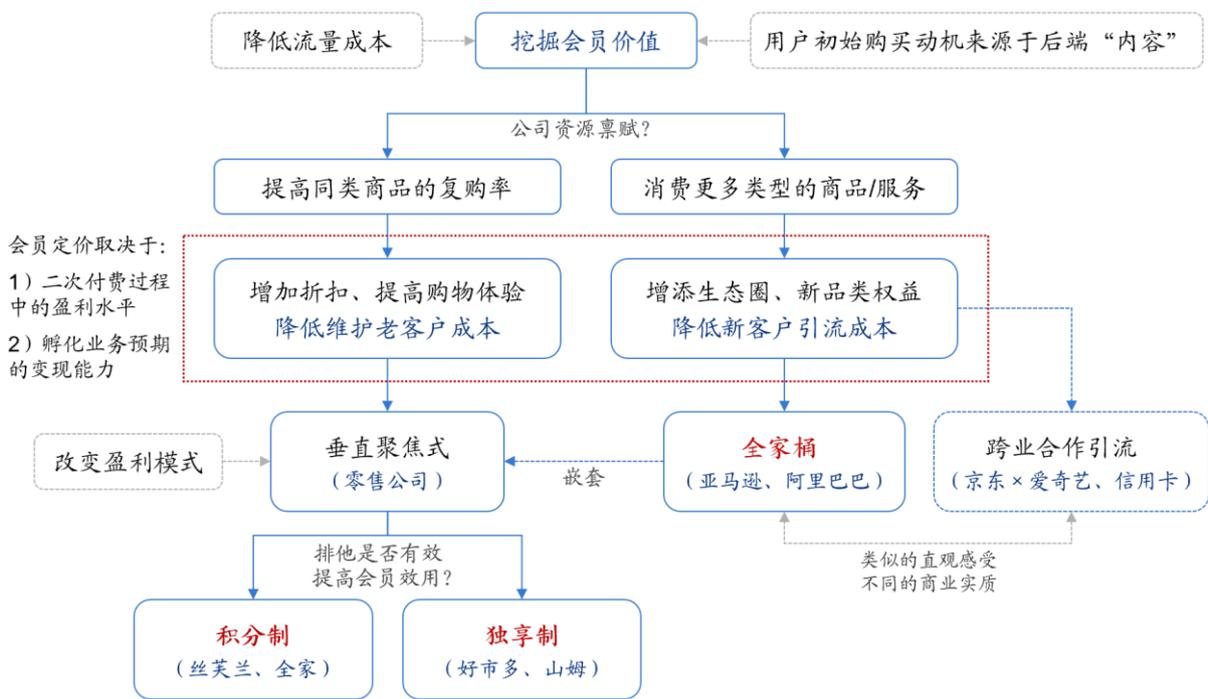
1) 积分制：以消费量区分会员等级，与是否付费并无明确因果关系，零售公司

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。

图61: 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

总结海外成功案例中的经验，我们认为会员制本身效仿的壁垒不高，更多地促使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。

表3: 会员体系的建设与零售公司的商业模式高度契合

	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

2015年以来，我国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。当前主要有四类玩家进行探索：

**1) 电商：落脚效率之争。**不同于亚马逊Prime会员在美国提供独有的两日配送服务，中国电商有陷入同质化的趋势，普遍缺少独有的强需求作为流量抓手；阿里、京东、苏宁、唯品会等龙头电商公司，纷纷推出整合跨场景权益的全家桶会员，长期维度终将比拼一揽子会员权益的成本高低。

**2) 超市：超市属必选品类，消费确定性强、频次高，具备会员制发展基础。**但当前国内超市对比电商成本优势不明显，2018年A股超市表现最优的家家悦(18.3%)对比京东(期间费用率14.3%，扣除技术与内容开支后为12.5%，难以形成明显的性价比优势，暂时无法支撑类似Costco的付费会员体系。

**3) 百货：需求长尾，低频组高频，付费会员体系构建难度较大。**百货业态本身的需求偏长尾，聚焦会员也难构建稳定需求，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，不易实现低频组合为高频。

**4) 便利店：借力O2O构建差异化权益。**距离是便利店独有的优势，以全家为代表，诞生了甄会选App+全家的会员组合尝试。甄会选(会员制折扣电商)以全家门店作推广和存货消化渠道，并以门店为自提点降低物流成本；甄会选成为会员的一种差异化权益、吸引消费者；同时通过消费数据指导门店SKU汰换，或可提高商品的采购和组合效率。

表4：国内典型的会员制尝试

	电商类		超市	百货		便利店
	京东 PLUS	阿里 88VIP	家家悦	银泰	天虹	全家
上线时间	2015	2018	-	2017	-	2016
价格	148-188 元	88 元 (淘气值 1000 以上) / 888 元	免费	365 元/年	免费	100
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; 5 张运费券/ 月, 免费上门退换货, 爱奇艺年卡	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; 优酷+虾米音乐+饿了么+淘票票+飞猪会员; 阿里宝卡+阿里系应用免流量; 万豪白金卡等拓展资源	积分抵现	购物 9 折; 洗车、美甲等	停车优惠 购物积分 购物折扣	积分抵现; 甄会选 APP (会员独享精选电商)

2018年9月起一千万； 会员 89%本科以上学历，43% 情况 为白领，53%为35岁以 下	2018年数量达 603.5万，销 售占比76%
--	--------------------------------

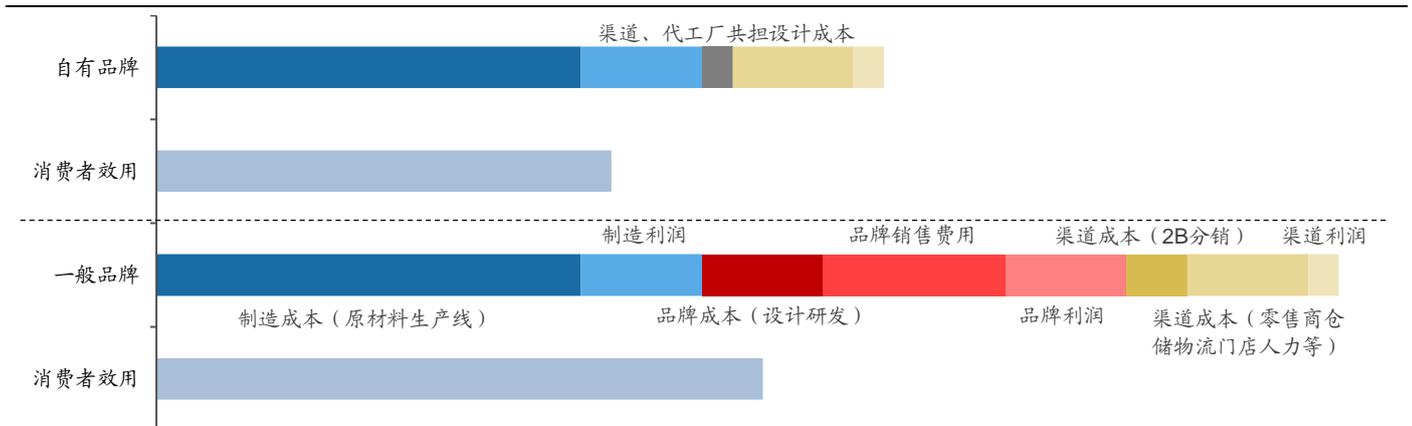
数据来源：各公司网站介绍，广发证券发展研究中心

## （二）自有品牌：制造型零售的未来

自有品牌是渠道商的深度控货。相比一般品牌，核心变化在于产品开发从上游制造端主导向下游消费端主导倾斜。传统零售商强调前端流量运营、购物体验的提升，更多解决的是吸引客流、把马牵到河边的问题，商品层面的改造较少涉及。自有品牌战略是零售商直接参与改造商品、掌握设计与定价权，缩短流通链条的同时实现定制化生产，提高终端性价比，解决让马喝水的问题。

零售商自有品牌战略重构了供应链利益分配，在价值链中将品牌溢价、分销网络利润抽出，在供应商、渠道、消费者之间重新分配。零售商随规模扩张，首先向上议价挤压品牌商（和大经销商）的利润，进而加深对商品供应链的介入，形成多种泛自有品牌形式，改变了传统价值链的分配方式：①向品牌方批量定制产品，压低进货价格；②直连工厂制造资源，ODM生产；③参与/提供设计方案，OEM生产；④布局专属工厂，零售商重心向制造商偏移，渠道向SPA形式靠拢。

图62：渠道商的自有品牌将品牌方逐出价值链



数据来源：广发证券发展研究中心（示意图，各消费品类价值链分配差异较大，此处大小不表示占比）

从产业链效用角度考虑，无效的流通环节和营销以及部分参与方获取的超额利润，都将是不断被优化的部分。自有品牌始终会将商品推向性价比方向——不同价格带的自有品牌，是在各自的价格带中实现性价比方向的改进。我们将自有品牌建设的决定要素归纳为四点：

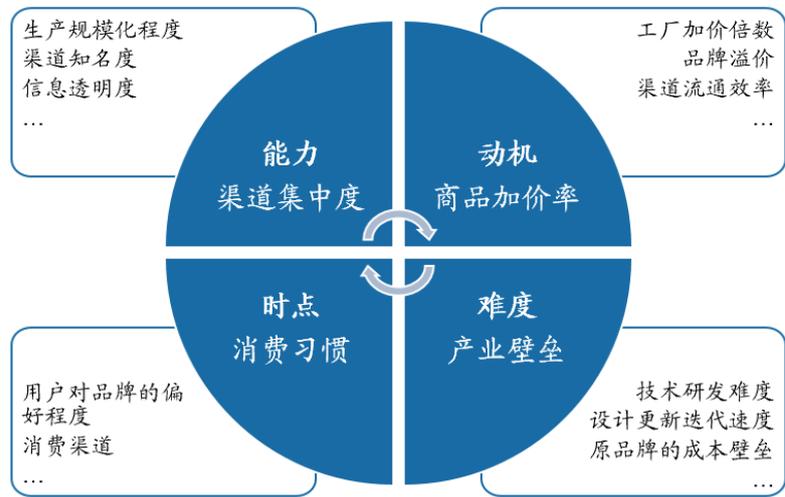
**1) 渠道集中度决定进入能力：**品牌是一种减少消费者认知差的方式，自有品牌是零售商通过自身知名度为产品质量背书的过程，渠道集中度决定知名度和品牌背书效果。同时，销量决定商品定制的规模化程度和生产成本；

**2) 商品加价率决定进入动机：**无论加价来自品牌溢价还是流通环节，都为渠道品牌提供了改造空间，进入竞争激烈而利润微薄（近似于完全竞争）的品类未必能获得正收益；

3) **产业壁垒决定进入难度**：渠道商的技术研发、设计实力通常难媲美品牌商，自有品牌更适宜在功能性主导的品类中发展。技术壁垒高、设计性强、ODM资源少的品类，自有品牌则很难进入（或代价过大）；

4) **消费习惯决定进入时点**：自有品牌释放了品牌溢价，用户从品牌崇拜回归朴素消费、品牌效用下降的过程中更容易推动性价比型自有品牌的发展。

图63：渠道自有品牌建设需要的内外部条件



数据来源：广发证券发展研究中心

自有品牌的“差异化”核心，是渠道商利用对消费者需求的把握，在“好”（消费者效用）与“便宜”（售价）之间选取一个与既有品牌不同的点，挖掘新的市场空间或者对原有品牌形成一定替代。渠道商自产商品、释放供应链利润的过程中，既可以选择提高毛利率，也可以选择原有毛利率上降低终端价格，扩大销售规模、提高周转。从世界零售巨头的经验来看，后者是大多数成功者作出的选择，能够加强零售公司规模导向的竞争力。

海外案例中，自有品牌多是零售巨头进一步强化终端价格优势和实现产品差异化的选择。在中国，我们更多地看到了新进入者以自有品牌为支点，产品与渠道另起炉灶，挑战传统品牌商和零售商建立的已有供应链体系。

**充足的前端流量是建设自有品牌的重要基础。**国内线上渠道具备显著的流量优势，更易于培育自有品牌：1) 必要、网易严选为代表的独立型精品电商，通过差异化的泛自有品牌与传统电商巨头形成错位竞争；2) 淘宝心选、京东京造、苏宁极物等则是电商巨头在体系内孵化的自有品牌项目，通过数据和用户基数优势实现精准产品开发，提高成交转化率、增强用户粘性；3) 拼多多拼工厂扶持的工厂品牌，则是面向更低线群体的性价比升级，取代赚取溢价的杂牌市场。

**线下超市的自有品牌发展路径与欧美市场的经验更为相近。**生鲜食品是易于建设自有品牌、实现产品差异化的非标品；永辉、家家悦的直采生鲜，盒马与品牌商联合开发的日日鲜系列，实质上都可以理解为是自有品牌概念，将成为吸引客流、提高成交转化的重要抓手。

表5: 国内渠道自有品牌的典型尝试

		电商		实体
类型	独立平台	大平台孵化	通过性价比建立市场地位	超市为主
代表公司	必要、严选	淘宝心选、京东京造、苏宁极物	拼多多拼工厂	永辉、家家悦、盒马
制造方式	ODM 为主	ODM 为主	工厂直销	通过生鲜采购加工体现品控
发展路径	前端流量偏弱，柔性生产未必能实现制造的规模效应	平台自带购物流量、渠道背书力强，初始的商品导流难度低，但自有品牌与原有业务存在同架竞争	4.4 亿用户提供消费基础，采用低 SKU 爆款策略，利用单品大销量摊薄生产成本，单位商品的工厂利润薄、平台佣金低，共同压低终端加价率	超市自有品牌是生鲜熟食等非标品的标准化、产品特色标签化。家家悦 18 年自有品牌销售占比 9.8%；永辉以股权投资形式布局上游供应链资源及自有品牌开发商；盒马通过与知名供应商合作开发高端自有品牌吸引客流

数据来源：各公司官网及年报，广发证券发展研究中心

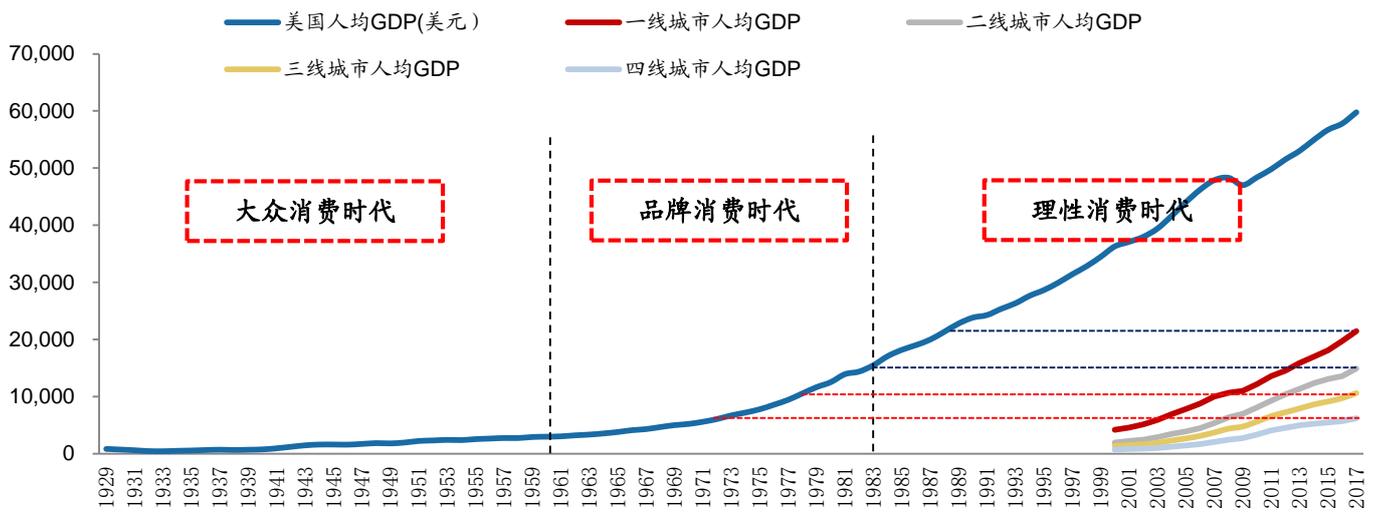
### （三）性价比消费升级：大众消费的规模化生产红利

性价比消费契合大众消费的核心诉求。渠道效率和商品信息透明度的提高促使消费品向高性价比方向发展。高性价比对消费者有永恒吸引力，大众消费者的购买决策形成了市场的主流价格带，相似的消费偏好促成了爆品打造；主打大众市场则易凭借规模效应实现单品收益的最大化，建立在生产和渠道效率上的性价比品牌有望借规模优势建立消费者心智壁垒。

我国的经济体量与消费分层背景下，不同维度的性价比消费正在快速蔓延。我国经济发展不平衡，一二、三四线城市处于不同的消费升级阶段：1）一二线城市消费能力领先于全国水平，由品牌消费时代向理性消费时代转型，消费者开始切实关注自身需求，此时以消除品牌溢价、减短供应链环节的品质电商兴起为代表；2）三四线城市正由大众消费时代向品牌消费时代转型，在品牌消费初期，更多趋向于以性价比为主的品牌消费，如南极电商、周大生等。

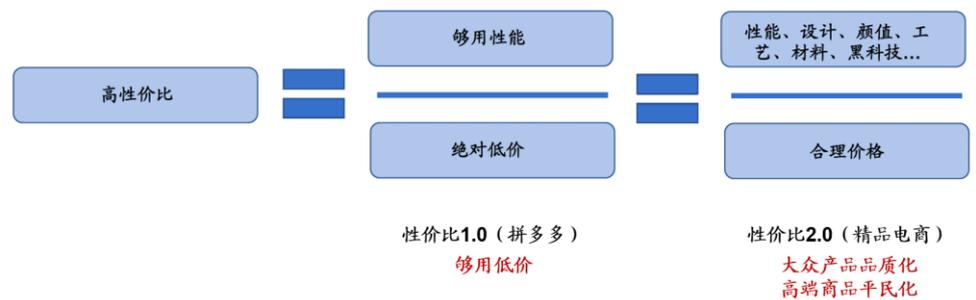
依国家统计局数据，三线城市以下的大众市场占据消费总量的70%。聚焦大众消费市场更容易诞生大体量公司，享受生产运营的规模效应红利。我们认为以拼多多代表的拼工厂是在“够用性能”下不断强化低价属性的性价比1.0形式，小米有品、网易严选等精品电商则是在“合理价格”上持续提高产品性能的性价比2.0。二者做的是不同人群、不同品类、不同价格带的生意，相通的是旨在重新分配产业链利益、提高效率、降低终端产品加价倍数的理念。

图64: 不同城市线处于不同的消费时代



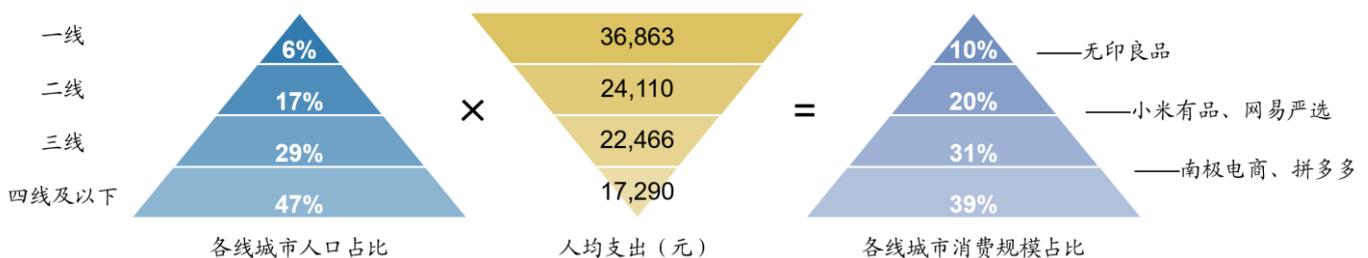
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心 (一、二、三线城市按国家统计局划分, 其他城市归于四线及以下城市)

图65: 拼多多的够用低价、精品电商的品质化为不同层次的性价比升级



数据来源: 广发证券发展研究中心

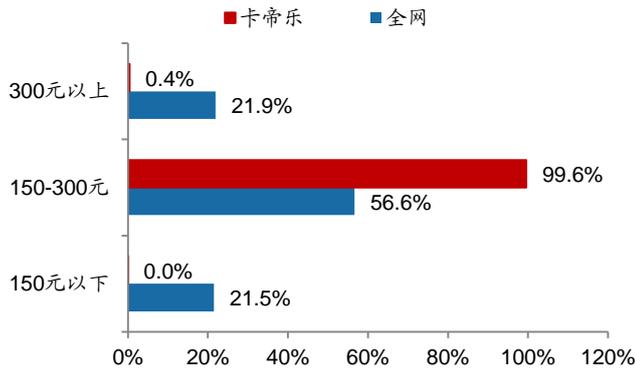
图66: 不同城市线对应不同性价比层次升级



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心 (一、二、三线城市按国家统计局划分, 其他城市归于四线及以下城市)

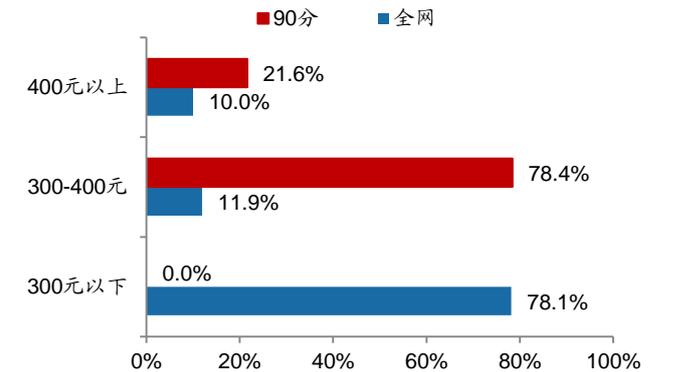
开润90分旅行箱与卡帝乐旅行箱在天猫的同时爆红印证我们对“分层爆品”的判断(可以认为南极当前的定位偏向性价比1.0, 小米则偏向2.0)。从价格带观察, 卡帝乐销售的产品集中于150-300元, 90分则主要位于300-400元, 略高于卡帝乐定位, 二者面对的分别是最主流大众和喜欢新奇酷、在意颜值的年轻人, 均获得了销售成功: 2018年卡帝乐旅行箱在阿里平台销售额约3.18亿元, 市占率为4.9%。90分旅行箱则排名第二, 获得3.6%市场份额, 两者均超越旅行箱领域传统主流品牌新秀丽2.1%的市场份额。

图67: 卡帝乐旅行箱价位段完全贴合阿里主流价格带



数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心 (2018年)

图68: 90分旅行箱价位段略高于阿里主流价格带



数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心 (2018年)

性价比品牌的建设逻辑和用户认知有别于传统品牌; 以性价比为特征的品牌形象并非固定在某一品类 (如伊利之于乳制品、格力之于空调), 而是传达性价比这一理念, 品牌本身具备很强的品类延展性。性价比品牌的建立和发展具备三个特征: 1) 以某一品类的爆品起家, 能将品牌特征延展至极宽品类; 2) 寻找标品品类, 并在各品类践行爆款策略, 追求单品大销量带来的规模效应; 3) 降低品牌溢价, 赚取合理的“服务费”。南极电商与小米生态链是两种价格带的典型案例。

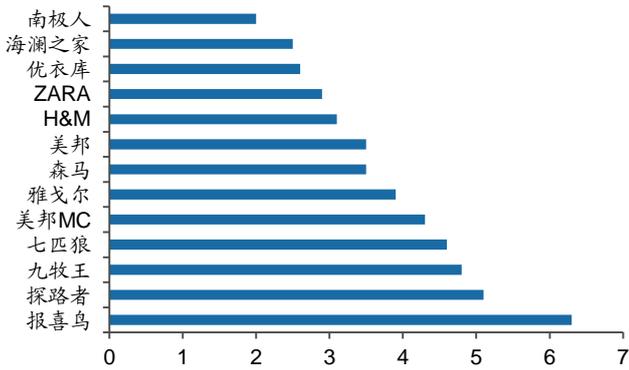
南极电商依托规模效应 (内衣、家纺市占率第一), 不断提升产品性价比, 产品加价倍率控制在1.5-2.5倍, 实现“价格与杂牌一样, 品质比杂牌好, 品牌比杂牌响”的特点, 占据电商消费最主流价格带、满足大众消费者杂牌品牌化的升级:

1) 南极以内衣品类起家, 以低加价率塑造与杂牌同价、但质量优于杂牌的形象, 后逐渐延伸至各类家纺、基本款男女装 (具备标品特征的纺织品), 进而向旅行箱、电动牙刷、按摩椅等更宽的领域拓展。

2) 精简SKU、打造爆品的策略, 仍以新崛起的卡帝乐旅行箱为例, 2018年卡帝乐旅行箱在阿里平台仅有50个单品, 而小米90分和新秀丽分别有63和220个单品; 销售结果上, 卡帝乐以2.78万个/单品, 领先90分 (0.95万个/单品) 和新秀丽 (0.04万个/单品), 通过规模生产降低产品成本。根据公司2018年年报, 南极电商已在八个一级类目的GMV居阿里平台行业前十名 (包括内衣、床品、男装、童装、男鞋、孕妇装、居家布艺、服饰配件), 验证了爆品策略的可复制性。

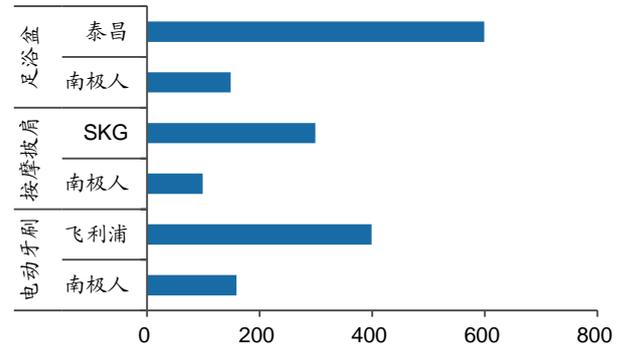
3) 南极在持续拓展品类的情况下, 综合货币化率 (品牌服务费/GMV) 逐年降低, 自2015年的6.9%下降至2018年4.6%, 表明公司对品牌溢价的克制。

图69：南极人服饰加价倍率低于传统品牌



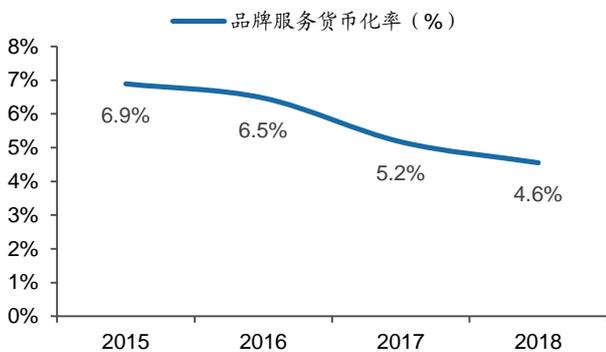
数据来源：各公司年报测算，广发证券发展研究中心

图70：南极人部分产品与天猫主流品牌比价（元）



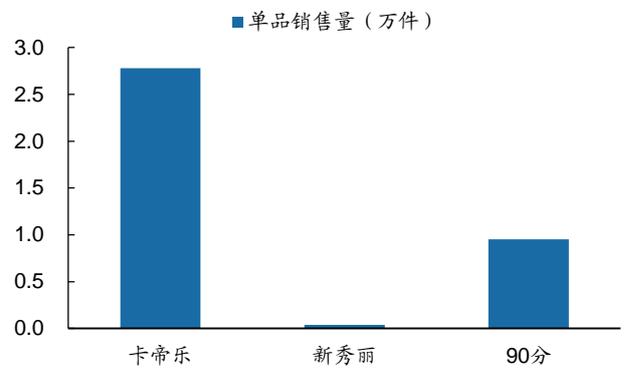
数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

图71：南极电商的货币化率逐年降低



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图72：卡帝乐旅行箱单品销售量远超新秀丽和90分



数据来源：淘宝数据，广发证券发展研究中心

小米生态链产品线的核心战术是追求极致性价比爆款，以精选SKU的策略降低供应链难度和成本，让利用户打造爆款，从而进一步实现规模化量产和成本控制；同时以生态链孵化模式深度掌控上游供应链，保证不同产品之间互通互联且风格统一，强化小米品牌认知，从**高端产品大众化**（如智能手机、平衡车、扫地机等）和**大众产品品质化**（如接线板、旅行箱、电饭煲等）两个维度提高产品性价比：

1) 在智能机的大众推广阶段以1999元小米/799元红米打造“发烧”、“入门”两大系列手机，以比肩大牌高端旗舰机配置+国产山寨机价格的“高配低价”组合，迅速抢占年轻一代换机和尝新市场风口，成为年轻人“第一部智能机”，塑造“感动人心、价格厚道”的性价比形象。

2) 小米生态链品类丰富，但大多聚焦功能性产品：围绕手机不同消费场景，拓展移动电源、耳机、保护套等手机周边产品；依据IoT布局思路，聚焦家庭智能硬件产品，如AI音像、智能电视、空气净化器、平衡车、智能台灯等；最后延伸至生活耗材，开发毛巾、箱包、签字笔、床垫等功能性耗材产品，全方位打造“米粉”生活方式。小米官方公布的2019年618促销战果中，小米产业链产品在各类IoT设备中拿下全平台109项第一，成立尚不足一年的空调成功跻身行业前四。2018年小米IoT收入达438亿元，增速87%，成为公司硬件收入增长的支柱。

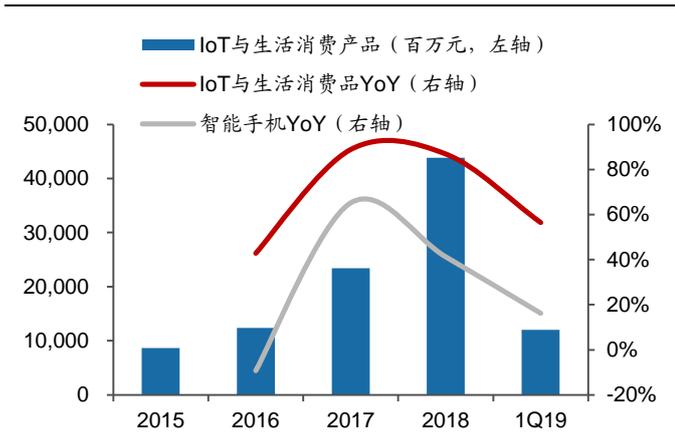
3)小米承诺“每年整体硬件业务,包括手机和各种生态链产品的综合净利率不超过5%”,叠加优秀的费用管控(销售费用4%左右、管理费用1%左右,低于一般渠道公司),保障实际销售的高性价比。

表6: 小米产品在2019年618中夺得诸多品类第一

2019年618战果	
手机	6月18日当天小米在全平台销售的手机台数达52.5万台,京东单品销量TOP10排行榜上包揽4席
笔记本	RedmiBook 14拿下京东笔记本类目新品销量第一,小米笔记本12英寸和15英寸产品拿下京东轻薄本销量和销售金额双第一 小爱音箱拿下京东、天猫、苏宁等各大电商平台销量与金额的多项第一 小米手环京东、天猫、苏宁电商平台智能手环品类销售量、销售金额和单品销售等多项第一
IoT类	净化器、净水器、扫地机器人、智能门锁、新风机、平衡车等等众多智能产品横扫全平台各大排行榜,拿下全平台共109项第一,全平台销量达443万件 小米空调6月1日至18日在小米商城、小米有品、京东、天猫等平台总销量突破39万台,杀入行业前四名

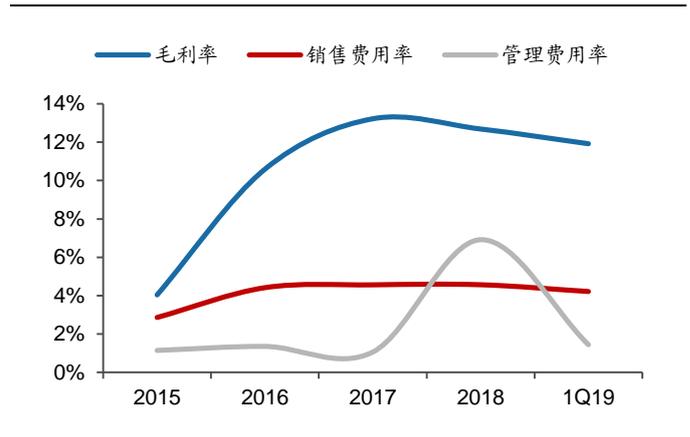
数据来源:小米公司公众号,广发证券发展研究中心

图73: 小米IoT产品收入快速增长



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图74: 小米销售、管理费用率均保持低位



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 四、核心推荐标的: 优选细分领域龙头

### 1. 南极电商

南极电商继续沿“品牌、渠道、品类”三个维度快速扩,目前已成功搭建起成熟品类(内衣、家纺等,逐步形成垄断)、成长品类(男装、女装、童装等,马太效应越发体现)、新品类(健康生活、箱包、个人护理等,成长速度惊人)的品类矩阵,梯次稳步发展。同时,公司加强品牌推广和品控体系建设,独家冠名跨界喜剧王,并成立质检团队对供应商进行排查,从品牌形象和产品品质两个维度升级。随着越来越多的优秀经销商和供应商进入南极体系,越来越多的细分类目成为品类冠军,南极生态的稳定性将不断增强。我们预计19-20年归母净利润为12.5亿和16.5亿元,预计公司19-21年业绩复合增速为34%,给予19年28X PE估值,对应合理价值14.3元/股,维持“买入”评级。

## 2. 永辉超市

永辉超市作为国内最具成长性的超市龙头，凭借优秀的门店运营能力和扎实的供应链基础，以福建、重庆为根基，梯次稳步扩张，持续对成熟区域加密和空白区域填白，已覆盖全国24个省市。优势的生鲜品类、多业态并举、到店到家协同发展等共同构筑前端运营的壁垒，在公司组织架构理顺、合伙人制度红利不断释放、业务流程持续优化的背景下，结合公司次新店占比较高，预计未来三年将进入收入增长提速和毛利率提升周期。我们预测19-21年归母净利润为23.8亿、30亿、36.9亿元，结合公司的龙头属性和历史估值中枢为44X，给予公司19年40X PE估值，对合理价值为10元/股，维持增持评级。

## 3. 苏宁易购

苏宁易购是A股零售行业第一权重股，且是业内少有的仍在快速扩张的公司。我们认为对苏宁业务变化的理解应当分为几个层次：1) 家电零售领先地位越发巩固，提供稳定利润供血点；2) 全品类经营快速推进，低成本收购相应降低整合风险；3) 组织变革&生态建设支撑前端规模持续扩张；4) 金融&物流剥离独立融资后价值将进一步凸显。判断Q1是公司经营阶段性低点，家电销售回暖、苏宁小店拟剥离、物流对外服务提升利用率等有望带动经营利润改善。预计19-21年收入3093/3723/4409亿元，归母净利润178.1/51.1/71.8亿元（19年含苏宁金服增值161.3亿元）。零售业务给予19年0.45XPS，叠加苏宁金服价值，合理价值16.36元/股，维持“买入”评级。

## 4. 周大生

周大生是最具扩张性的钻石镶嵌龙头，渠道布局充分下沉，享受三四线城市消费升级红利。渠道端经过前期加盟商优胜劣汰与门店梳理，开店速度与质量进入新阶段。公司引领“情景风格珠宝，重新梳理产品并精简SKU，精细化运营管理，助力未来由渠道红利向品牌和管理红利过渡。预计19-21年归母净利润为10.4、13.0和15.9亿元，对应增速分别为29.0%、24.6%、22.7%；合理价值42.8元/股，对应19年PE估值20X，维持买入评级！

## 5. 老凤祥

公司近3500家门店布局、百年品牌背书、丰富的品类矩阵，使其在黄金品类中保持稳固竞争地位。2018年公司引入央企资源解决职工持股历史遗留问题，同时推进股权结构调整，重塑激励机制，国企改革红利不断释放。短期来看，金价上涨叠加黄金新工艺，或将刺激终端黄金珠宝销售。预计19-21年归母净利润为14.2、16.4和19.1亿元，对应增速分别为17.7%、15.5%、16.9%；合理价值48.8元/股，对应19年PE估值18X，维持买入评级！

## 6. 珀莱雅

品牌端主打“深海护肤”，签约唐嫣、李易峰、罗云熙、黄明昊等代言不同产品，充分发挥“粉丝经济”；通过平台化、国际化孵化新品牌，品牌矩阵初现。渠道端早年借助日化专营店奠定优势，18年重建电商团队，通过精细化运营、流量运营、价格卡位、爆款打造等实现线上高增长。产品端紧跟面膜、精华、彩妆红利，与高端品牌竞品实现价格带错位竞争，且成分、功能、包装不断升级。预计公司

19-21年归母净利润分别为3.9亿、5.1亿、6.5亿元，对应增速为36.4%、29.9%、27.9%；合理价值68.25元/股，对应19年PE估值35X，维持买入评级！

### 7. 天虹股份

天虹股份围绕数字化、体验式、供应链夯实终端运营和供应链能力，获客能力和用户在店时长不断优化，并对外进行管理输出，有望在员工充分激励和腾讯数字化赋能的基础上进一步提升运营效率。公司现有门店中2016年以来新开门店占比约25%，次新店将迎来业绩释放周期，预计19-21年归母净利润分别为10.5亿、11.8亿、14亿元，预计三年复合增速为16%，考虑公司行业龙头地位和外延扩张能力，给予19年18X PE，对应合理价值为15.5元/股，维持“买入”评级。

## 风险提示

经济复苏的节奏低于预期；

人工租金成本持续上涨，带来运营成本提升的压力；

互联网巨头持续加码线下，行业竞争不断加剧。

## 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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 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。