

存量突围系列之二

自有品牌——制造型零售的未来

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。

● 自有品牌：从渠道型零售走向制造型零售

自有品牌的本质是产品的定价权、设计生产主导权从品牌方、制造方转移到渠道方，缩短供应链，带来商品在性价比方向的改进。自有品牌建设需要一定的内外部条件：渠道集中度决定进入能力，商品加价率决定进入动机，技术壁垒决定进入难度，消费习惯决定进入时点；高加价倍率、低进入难度的类目是最为理想的选择。

● 从海外龙头看自有品牌的两类性价比逻辑

Walmart、Costco 与 ALDI 的自有品牌致力于较纯粹的性价比，在既定毛利率下尽可能降低终端产品售价、扩大销量。纯性价比路线的自有品牌战略中，高自有品牌占比与精简 SKU 相辅相成，并伴随快周转的财务表现。7-Eleven、Trader Joe's、Kroger 等具备强研发能力的公司则致力于开发价格带更加宽泛的独家产品线，在坚持性价比的同时满足不同用户差异化消费需求。宽价格带战略有赖于对顾客需求的精准把握，亦需要足够的前端销量支撑开发成本与专属工厂产能，形成供应资源的壁垒。

● 中国的泛自有品牌：渠道规则颠覆者的突围之道

电商拥有更好的前端流量优势和流通效率，是推广自有品牌的天然条件。精品电商是线上渠道发展自有品牌的一种演进形态，代表着性价比主导的品质化&精选化大众消费升级。拼多多则是更低价格维度的性价比改进，秉持“低价够用”原则，为 4 亿用户建立更有效率的工厂直连途径。线下自有品牌发展路径或与欧美经验更相近，生鲜食品等非标类别是吸引客流、提高成交转化的重要抓手。

● 投资建议：“渠道为王”的新思考

行业存量时代的突围之道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。建议关注：1) 以自有品牌/工厂品牌重塑性价比，精准定位“大众消费”的制造型零售。拼多多、小米有品等新渠道、新产品逻辑或对已有格局产生较大冲击。2) 积极向制造转型、充分布局工厂资源/生鲜基地的领先零售商。以永辉超市、家家悦、苏宁易购等为代表，率先转变思路、适度聚焦的领先零售商有望借自有品牌放大自身的效率/商品差异化优势。3) 重视以南极电商为代表的服务商。渠道商对上游的整合涉及生产组织、组货管理、消费者运营等诸多环节，对淘宝、拼多多等平台型电商而言，向上游整合过程中并非必然走向自营化过程（需要重塑自身平台定位和专业供应链建设），高效整合供应链、赚取合理利润率的服务商重要性有望凸显。

风险提示：用户需求把握能力弱，产品缺乏竞争力；质控缺失损伤渠道品牌；终端销量不足无法形成成本优势；供应链建设早期投入大、产品培育时间长；无法对上游供应商形成有力控制；宏观经济波动导致终端需求变化。

相关研究：

商业贸易行业:海外巡礼系列之永旺——并购整合成就的商业帝国

2019-07-01

商业贸易行业:寻本溯源，存量市场的突围之道

2019-06-24

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

2019-01-09

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

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	11.00	2019/6/27	买入	14.3	0.51	0.67	21.57	16.42	20.06	15.37	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	11.40	2019/6/24	买入	16.36	1.91	0.55	5.97	20.73	27.43	17.40	18.4%	5.1%
永辉超市	601933.SH	CNY	10.05	2019/4/26	增持	10	0.25	0.31	40.20	32.42	34.35	23.39	10.9%	12.1%
天虹股份	002419.SZ	CNY	13.95	2019/4/28	买入	15.5	0.87	0.98	16.03	14.23	11.18	10.56	14.2%	13.9%
王府井	600859.SH	CNY	15.49	2019/4/30	买入	22	1.70	1.91	9.11	8.11	6.50	6.03	11.3%	11.7%
周大生	002867.SZ	CNY	34.23	2019/4/28	买入	42.8	2.13	2.66	16.07	12.87	13.89	11.07	20.9%	20.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	44.58	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	16.45	14.24	10.78	9.24	18.5%	17.7%
爱婴室	603214.SH	CNY	36.40	2019/5/13	买入	44.4	1.48	1.81	24.59	20.11	15.80	13.00	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

投资聚焦	6
一、自有品牌：从渠道型零售走向制造型零售	7
（一）现象：欧美&快消渗透率高，同质价更低	7
（二）逻辑：渠道信任背书品质，产业链价值再分配	9
二、从海外龙头看自有品牌的性价比逻辑	14
（一）极致性价比：WALMART、COSTCO 与 ALDI	14
（二）独特高端产品线：7-ELEVEN、KROGER 与 TRADER JOE'S	16
（三）自有品牌 VS 普通品牌：同架竞争，适者生存	18
三、自有品牌在中国：渠道规则颠覆者的突围之道	19
（一）线上攻守：消费升级的有品与拼多多，强化用户留存的电商巨头	19
（二）线下的生鲜防线：永辉、家家悦、盒马，本土 7-ELEVEN 或可期	25
（三）性价比 1.0 还是 2.0？大众消费与主流价格带	28
四、投资建议：“渠道为王”的新思考	30
风险提示	31

图表索引

图 1: 美日快消品类自有品牌渗透率普遍高于服装电器等低频/耐用消费品 (%)	7
图 2: 快消品自有品牌在世界范围的渗透率平均 16%，欧美较高亚太较低 (2013-2014 年)	8
图 3: 美国市场中食品的自有品牌占比较高	8
图 4: 欧洲市场中食品的自有品牌占比较高	8
图 5: 美国市场超市自有品牌渗透率达 18.4%	9
图 6: 欧美自有品牌在品质类似的情况下表现为折价	9
图 7: 美国自有品牌产品低价格带占比高于一般品牌	9
图 8: 渠道商的自有品牌将品牌方逐出价值链	10
图 9: 渠道自有品牌建设需要的内外部条件	11
图 10: 欧美一般零售 (非专业连锁) 集中度更高	11
图 11: 欧美日商超巨头常有较多自有品牌 (2017)	11
图 12: 人均农业产值 (美元, 深色表示更高)	12
图 13: 世界食品安全指数 (深色为更安全)	12
图 14: 美国市场各品类市场集中度与自有品牌渗透率	12
图 15: 日本市场各品类市场集中度与自有品牌渗透率	12
图 16: 卫生纸/巾在各国的集中度和自有品牌占比	13
图 17: 包装食品在各国市场的集中度和自有品牌占比	13
图 18: 亚马逊自有品牌中日用品最畅销 (2017 年)	13
图 19: Aldi 商品价格普遍低于竞争对手	15
图 20: Costco 毛利率未随自有品牌占比加深而提高	15
图 21: 典型公司的 SKU 量级与自有品牌深度	15
图 22: ALDI、Costco 存货周转天数低于竞争对手 (2017 年)	15
图 23: Aldi 收入增速显著高于同行 (欧洲地区)	15
图 24: Kirkland Signature 品类繁多, 但突出单一特征	15
图 25: 7-Eleven 持续提升 7-Premium 的销售占比	16
图 26: 7-Eleven 商品毛利率呈略微上升趋势	16
图 27: 2016 年 7-Eleven 日本便利店市占率领先对手	17
图 28: 7-Eleven、罗森、全家、UNY 店铺数变动	17
图 29: Trader Joe's 销售额变动情况	17
图 30: Kroger 营业总收入变动情况	17
图 31: “毛巾”关键词下亚马逊对自有品牌有明显的流量扶持	18
图 32: 京东孵化自有品牌的尝试路径	19
图 33: 电商 GMV 规模遥遥领先实体 (2017, 十亿元)	20
图 34: 天猫京东的 B2C 网购主导地位加强 (市占率)	20
图 35: 2017 年以来精品电商&品牌涌现	20
图 36: 必要采用 ODM+工厂品牌, 平台背书品质、控制定价、抽取佣金	21
图 37: 网易严选 MAU 在 16 年底超过必要 (万人)	22
图 38: 网易严选基于 ODM 的选品及营销策略	22

图 39: 小米有品由近及远的品类圈层延伸	23
图 40: 小米系 APP 与网易严选 MAU 对比 (万人)	23
图 41: 小米手机用户是有品用户的重要基础 (万人)	23
图 42: 严选与有品的用户终端分布 (2018.12)	23
图 43: 苏宁泛自有品牌体系举例.....	24
图 44: 拼多多年化活跃用户达到 4.43 亿	25
图 45: 拼多多年化 GMV 达到 5574 亿元.....	25
图 46: 拼工厂定制产品+压缩供应链+少广告营销	25
图 47: 流水线直播增强消费者对工厂品牌的信任度	25
图 48: 部分国家的生鲜流通渠道份额 (2017)	26
图 49: 2016 年农贸市场为中国农产品流通渠道占比 (%) 第一	26
图 50: 永辉、家家悦生鲜收入占比、毛利率较高	26
图 51: 家家悦自有品牌营收占比约 9%.....	26
图 52: 盒马谷物、纸品、日日鲜自有品牌举例.....	28
图 53: 盒马与光明推出联名专供款八宝饭	28
图 54: 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.....	28
图 55: 拼多多用户画像偏向低线市场 (2018.08)	29
图 56: 精品电商用户画像更偏向高线市场 (2017.10)	29
图 57: 中国家庭年收入分布直方图 (万元, 2011)	29
图 58: 美国家庭年收入分布直方图 (万美元, 2017)	29
图 59: 三四线人口人均支出少, 基数大, 对应消费规模更广 (2017)	30
图 60: 移动购物新增用户中三线以下占比更多	30
图 61: 三线以下移动购物未渗透的网民规模更庞大	30
表 1: 7-Eleven、全家、罗森的鲜食工厂对比 (2013 年)	16
表 2: 精品电商是传统 B2C 电商的一种演进.....	20
表 3: 主要精品电商玩家的经营数据及产品线情况	23
表 4: 永辉以股权投资形式布局上游供应链资源	27
表 5: 永辉自有品牌方向的合作与投资事件	27

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，后者则更加依赖公司在存量竞争下的精耕细作。

存量突围之道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”系列报告第二篇，本篇报告将重点解读零售商自有品牌的建设逻辑。

自有品牌建设是零售商向供应链上游整合、深度控货的一种方式。零售商直接改造商品，掌握设计与定价权，缩短流通链条、降低成本，增加终端性价比，最终提高顾客的成交转化率。随着对供应链介入的加深，自有品牌会经历ODM包销定制、OEM联合研发等不同阶段，形成的壁垒逐渐加深。

欧美典型零售巨头的经验中，自有品牌是优秀公司“锦上添花”、不断深化性价比护城河的辅助手段。自有品牌更像零售公司的进阶玩法，成功的产品开发要求对消费者需求有充分理解，并以充足的终端销量支撑生产端的规模效应。在中国，自有品牌更成为电商新入局者挑战原有品牌商品体系的有力武器。**以自有品牌/工厂品牌推动性价比变革的新渠道、具备产品研发实力的优质供应商、积极布局上游的领先零售商，均值得关注。**

需要指出的是，我们认为去品牌溢价的性价比消费浪潮是大众消费市场的长期趋势，其推动者并非仅限于本篇报告探讨的零售商自有品牌，而是品牌商、服务商、零售商等共同参与的系统性工程，各方均在产业链延伸中参与价值链的重新分配，并推动终端的去品牌溢价趋势。

从投资角度来看，建议关注三类投资机会：1) 以自有品牌/工厂品牌精准定位“大众消费”的制造型零售商；2) 积极向制造转型、充分布局工厂资源/生鲜基地的大型零售商；3) 重视链接平台电商、工厂与消费者三方，高效整合供应链、赚取合理利润率的服务商。

风险提示

- 1) 用户需求把握能力弱，导致产品缺乏竞争力；
- 2) 质量控制缺失损伤渠道品牌，终端销量不足无法形成成本优势；
- 3) 自有品牌供应链建设需要一定的早期投入与培育时间，回收期长、财务表现滞后；
- 4) 无法对上游供应商形成有力控制或较强议价力，产品开发迭代的可持续性弱；
- 5) 宏观经济波动导致消费需求变化，自有品牌产品需快速跟随消费者偏好变动。

一、自有品牌：从渠道型零售走向制造型零售

自有品牌（Private Brand、Private Label）一般指不冠以制造方品牌，而是渠道方（亦称为渠道品牌，Store Brand）或其他公司品牌命名的产品。

我们认为，自有品牌的核心在于产品的定价权、设计生产主导权从品牌方转移到渠道方，本质上是渠道商自下而上对供应链的整合。因此本篇探讨的自有品牌既包括狭义的渠道品牌，也包括以包销定制、工厂联名品牌等方式形成的泛渠道品牌。

从现象观察，快消杂货是自有品牌渗透率最高的品类，地域分布上呈欧美高、亚太低；且自有品牌对比一般品牌“同质低价”，并在中低价位段产品中更为盛行。

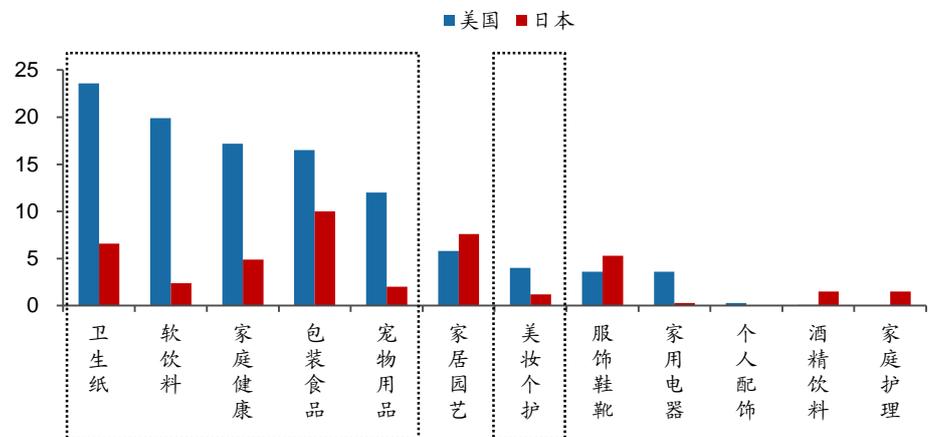
以逻辑分析，自有品牌是渠道商对上游的整合，在价值链中将品牌溢价、分销网络利润抽出，在供应商、渠道、消费者之间重新分配，提高产品性价比。

总结自有品牌建设的核心内外部因素，我们认为：**渠道集中度决定进入能力，商品加价率决定进入动机，产业壁垒决定进入难度，用户消费习惯决定进入时点。**

（一）现象：欧美&快消渗透率高，同质价更低

品类来看，快消杂货是自有品牌渗透率最高的大类。根据尼尔森调研数据，2016年快消品自有品牌在世界范围的平均渗透率达到16.7%，同比+0.4pct。从美国与日本的经验来看，卫生纸、饮料、食品等快消品自有品牌渗透率，高于服装、电器等低频/耐用消费品。

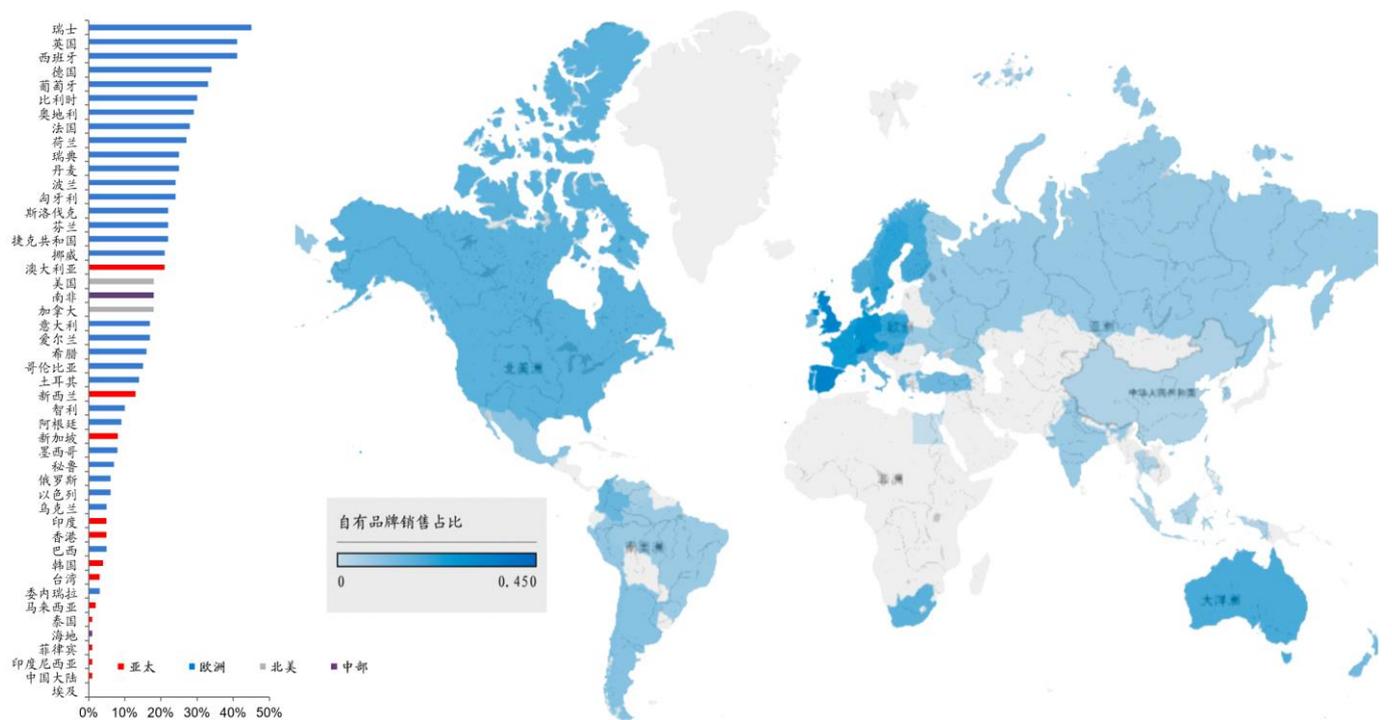
图1：美日快消品类自有品牌渗透率普遍高于服装电器等低频/耐用消费品（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

地域来看，自有品牌渗透率呈现欧美高、亚太低的情况。根据尼尔森的调查，2013-2014年各大洲渗透率为欧洲31.4%、北美17.7%、拉美8.3%、亚太4.2%，欧美成熟经济体自有品牌渗透率相对更高。

图2: 快消品自有品牌在世界范围的渗透率平均16%, 欧美较高亚太较低 (2013-2014年)



数据来源: 尼尔森, 广发证券发展研究中心

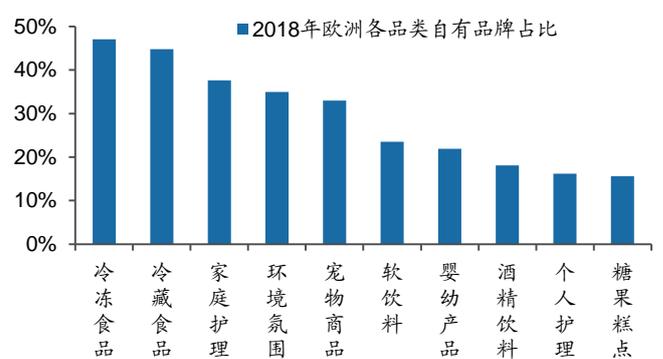
细分品类上, 乳品肉类等冷鲜食品渗透率最高, 其次是日用杂货。欧美冷鲜食品的自有品牌渗透率超过40%, 非食杂货稍低。在电商渠道中, 冷鲜食品不便于销售, 日用杂货则成为亚马逊销量最高的自有品牌类目。

图3: 美国市场中食品的自有品牌占比较高



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

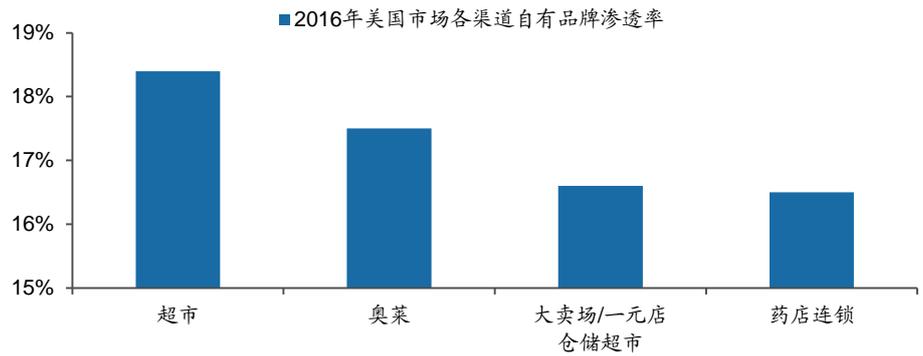
图4: 欧洲市场中食品的自有品牌占比较高



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

细分渠道上, 商超类渠道通常有更多的自有品牌渗透。以美国为例, 根据Statista的数据, 2016年超市自有品牌渗透率达18.4%, 略高于奥莱、特殊折扣店等业态; 映射在亚马逊平台上, 日用杂货(类似超市)销量远高于服饰、配件等其他类目(类似百货与专业连锁)。日本代表性的便利店商业自有品牌销售占比约50%, 龙头企业7-Eleven超过70%。

图5：美国市场超市自有品牌渗透率达18.4%



数据来源：statista，广发证券发展研究中心

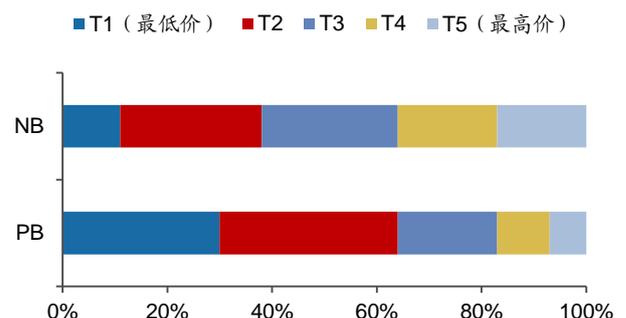
产品定位上，自有品牌主打“同质低价”，并在中低价位段更为盛行。尼尔森的数据显示，美国自有品牌产品更多地位于中低价格带。根据第三方公司IRI的调查，欧美代表国家自有品牌折价程度平均为28.0%，最高如法国达到38.7%。

图6：欧美自有品牌在品质类似的情况下表现为折价



数据来源：IRI，广发证券发展研究中心（PB为自有品牌，NB为一般全国性品牌，下同）

图7：美国自有品牌产品低价格带占比高于一般品牌



数据来源：尼尔森，广发证券发展研究中心（2017年，T1-T5为尼尔森依调查数据划分的5个价格带）

（二）逻辑：渠道信任背书品质，产业链价值再分配

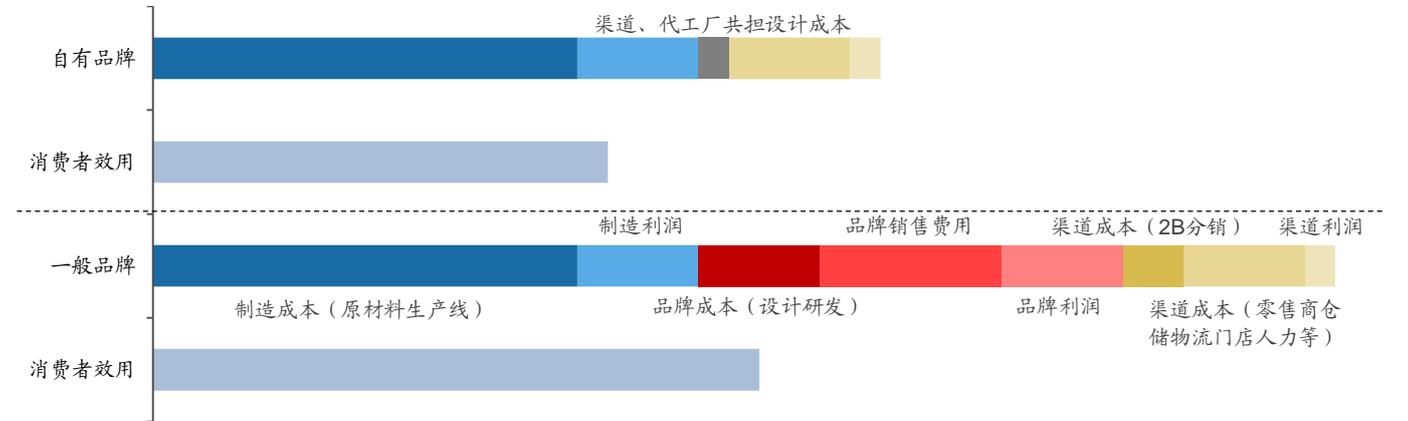
我们将自有品牌理解为渠道商的深度控货。相比一般品牌，核心变化在于产品开发从上游制造端主导向下游消费端主导倾斜。传统零售商强调前端流量运营、购物体验的提升，更多解决的是吸引客流、把马迁到河边的的问题，商品层面的改造较少涉及。自有品牌战略是零售商直接参与改造商品、掌握设计与定价权，缩短流通链条的同时实现定制化生产，提高终端性价比，解决让马喝水的问题。

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：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。

以图示简单说明自有品牌对价值链的改变：①品牌商加价环节被整体移除，基

本的产品设计由代工厂（ODM）或者零售商（OEM）完成；②渠道中2B的层层分销环节被基本移除（通常是省代等一二级分销商），工厂-消费者的中介缩至一环。商品加价率显著降低，消费者效用部分牺牲（品牌设计、IP营销带来的价值）。

图8：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，凡是不能增加消费者效用的成本环节，都应尽可能剔除，典型如无效的流通环节和营销，以及部分参与方获取的超额利润。因此，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。

品牌商创造的效用越少，自有品牌越容易实现突破。零售商自有品牌同时剪除了品牌商与分销商的利益，但后者可以通过采购优化实现，前者只能通过泛自有品牌达成。产业链加价率是生产成本与终端售价的差值，品牌商创造的是生产成本与产品效用之间的差值，而消费者的购买决定取决于产品效用与终端售价之间的平衡；即是说，品牌商通过设计营销为消费者创造的价值不足以支撑其“品牌溢价”时，自有品牌将产生强替代效果。

品牌商创造的效用大小与品类相关。技术复杂、精密度高（比如品牌集中度高，生产资源集中的白电类产品），内容驱动且变化快（比如服装、奢侈品）的产品往往是品牌商的领地；功能性主导&技术壁垒低（比如纸、餐具等轻工制品）、运输半径有限、异地规模化生产不能有效提高效率（比如一些本地采销的生鲜食品）、长尾属性明显（食品杂货）的商品中则有较大的自有品牌发展空间。

我们将自有品牌建设的决定要素归纳为四点：

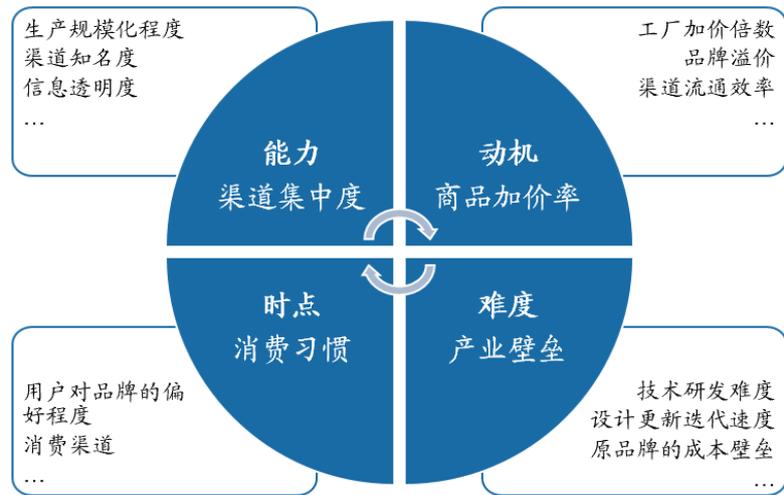
1) 渠道集中度决定进入能力：品牌是一种减少消费者认知差的方式，自有品牌是零售商通过自身知名度为产品质量背书的过程，渠道集中度决定知名度和品牌背书效果。同时，销量决定商品定制的规模化程度和生产成本；

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9：渠道自有品牌建设需要的内外部条件

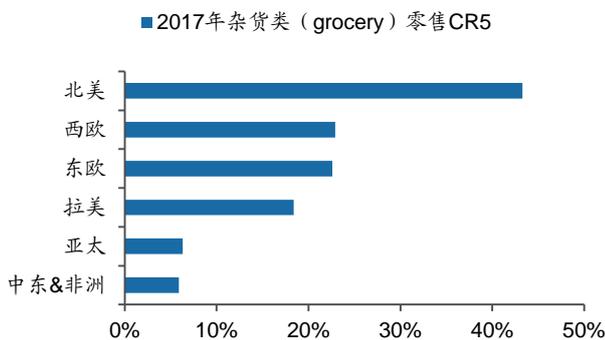


数据来源：广发证券发展研究中心

自有品牌渗透率呈现欧美高、亚太低的地区差异，即是零售渠道集中度、消费习惯与食品安全环境等因素带来的内外部条件成熟度差异：

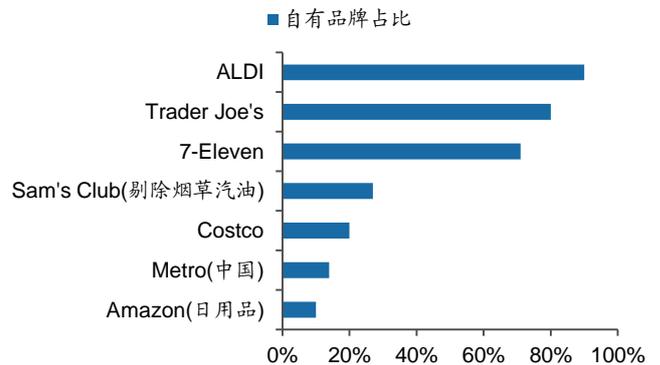
1) 欧美零售集中度相对更高，对应更强的渠道品牌背书能力，以及定制商品所需的销售规模。2017年，北美/欧洲一般日用和杂货（grocery）零售CR5分别达到43.3%/23%，显著高于亚太的6.3%。消费者信任度、渠道背书能力通常随着市占率的提高而增强，高市占率对应的终端销售量是生产端规模经济的保证。全局来看，集中度更高的市场中具备自有品牌发展能力的渠道商更多，自有品牌整体渗透率更高。具体到公司层面，高市占率是Walmart、Costco、7-Eleven、Amazon等世界零售巨头发展出典型自有品牌的底层基础。

图10：欧美一般零售（非专业连锁）集中度更高



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图11：欧美日商超巨头常有较多自有品牌（2017）



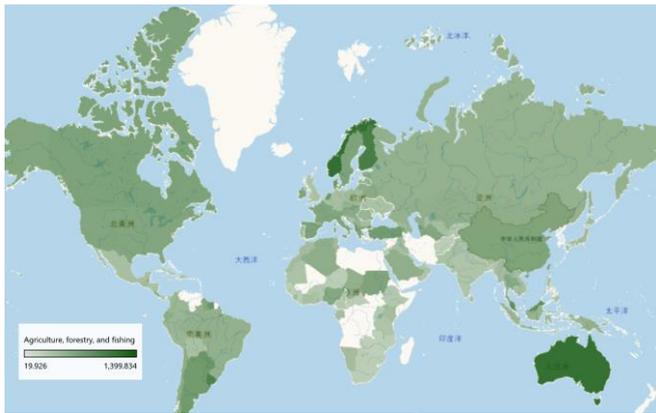
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2) 商品信息日益对称，成熟经济体消费者的购物观念从品牌化逐步回归朴素/弱品牌的理性状态。自有品牌是更接近无品牌的状态，不做广告营销，也不在该品类的全渠道销售中获取更大市场份额为目标。西欧北美经济成熟，在消费时代上

领先亚太的发展中国家，对朴素型性价比商品接受度更高，有助于自有品牌的发展。

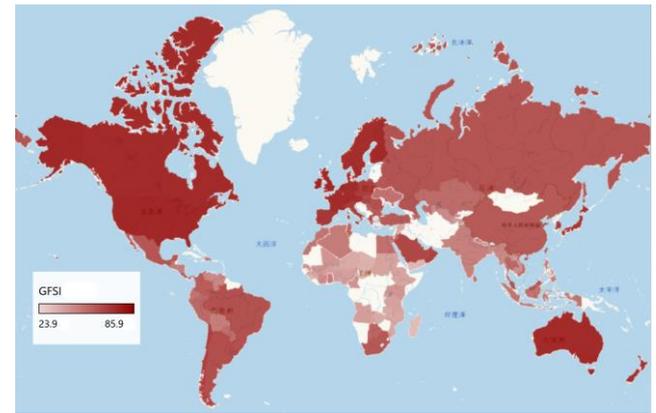
3) 欧美领先的食品安全环境、富余农业生产力有利于食品类自有品牌发展。以农产品为例，参考2018年世界食品安全指数，自有品牌渗透率高的地区均具备较好的食品安全环境。整体食品安全管理体系完善的情况下，商品质量通常不需要品牌背书（对比国内，消费者普遍更信任全国品牌的肉类乳品）。对于非标程度强、区域特色明显、本地采销效率高的短保食物，渠道商自有品牌的产品形式更为高效顺畅。同时，较富余的农业生产力也是自有品牌建设的供应链保障。

图12: 人均农业产值 (美元, 深色表示更高)



数据来源: 世界银行 (2014), 广发证券发展研究中心

图13: 世界食品安全指数 (深色为更安全)

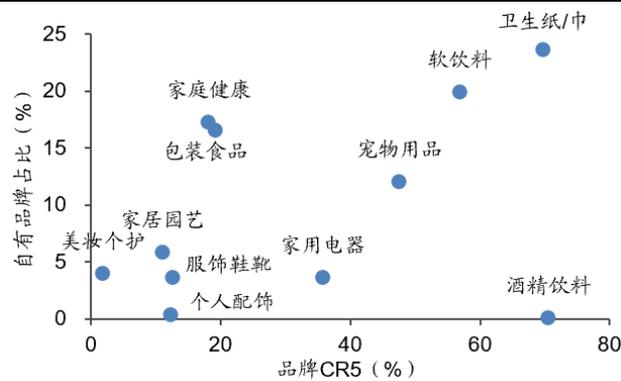


数据来源: the economist (The Global Food Security Index), 广发证券发展研究中心

进入难度的维度上，我们认为关键要素在于技术壁垒和品类自身特性。

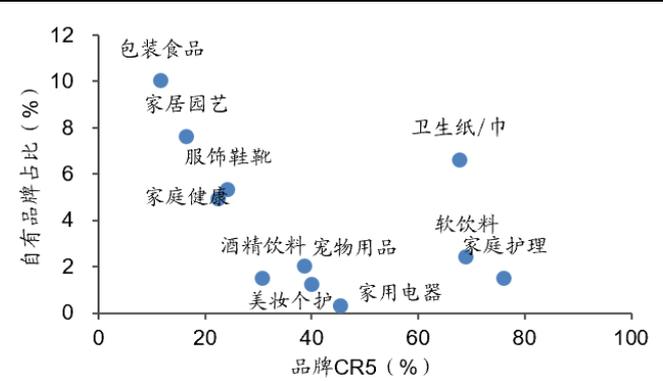
同一国家、不同品类来看，品牌集中度与自有品牌渗透率相关关系不明显。以美日为例，地域差别可能带来诸多不同：观察主要快消品的品牌集中度与自有品牌渗透率散点图，日本市场中二者呈松散负相关，而美国则表现为正向。具体品类看，卫生纸/巾，是美国市场集中度最高 (CR5=69.8%)、自有品牌渗透率最高 (23.6%) 的品种，日本情况相类似 (CR5=67.8%; 自有品牌渗透率6.6%，对比同国家其他类目较高)。饮料中，美国的酒精饮料为高品牌集中度&几乎没有自有品牌，日本则为低集中度&略微高的自有品牌占比；软饮在两国的市场集中度均较高，但自有品牌渗透程度美国显著高于日本。

图14: 美国市场各品类市场集中度与自有品牌渗透率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (集中度以公司计, 不以品牌计, 下同)

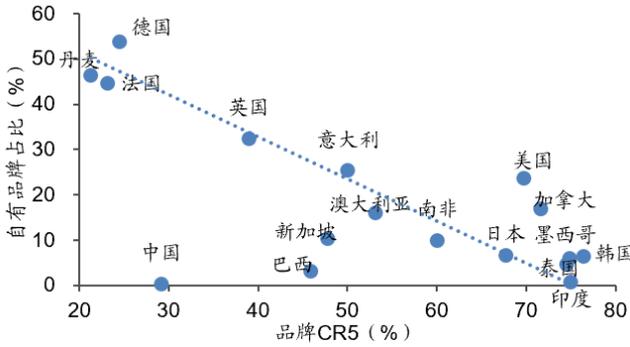
图15: 日本市场各品类市场集中度与自有品牌渗透率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

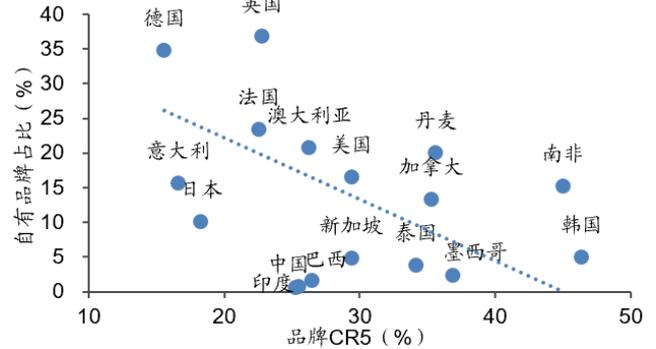
同一品类、不同国家来看，低市场集中度使自有品牌的发展环境更宽松。以卫生纸巾和包装食品两个典型品类为例，各国的自有品牌占比和品牌集中度大致呈负向相关。对于个性化程度不强的快消品，高品牌集中度通常代表较强的供应链整合和成本优势，自有品牌建立性价比优势相对更难，渗透率相应更低。

图16: 卫生纸/巾在各国的集中度和自有品牌占比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图17: 包装食品在各国的集中度和自有品牌占比



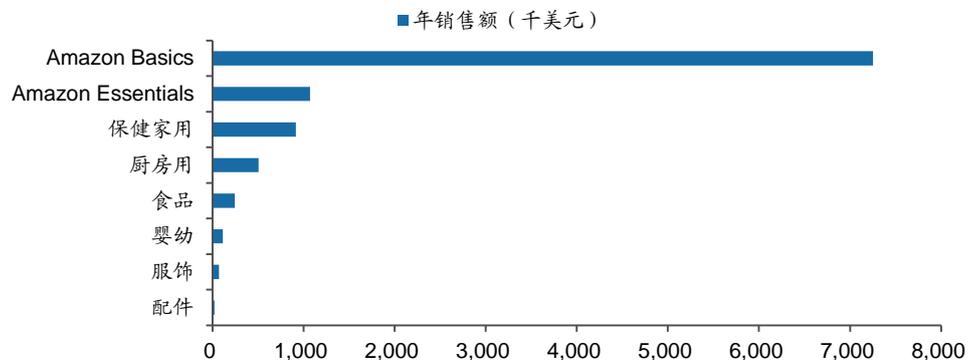
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

这阐明了自有品牌在日用快消品中渗透率最高的原因: 1) 快消品制造的技术壁垒较低, 有代工资源的情况下较容易切入。2) 对于大多数快消商品, 消费者关注功能特性, 品牌价值弱。如手帕纸、毛巾一类, 品牌与白牌产品差异不明显、购买时较容易分辨商品品质; 品牌溢价无法显著提升效用, 消费者更关注产品本身的功能与价格。3) 非包装类食品非标程度强、区域特色明显, 区域性零售本地直采+贴自有品牌, 分销效率高, 带来高性价比(尤其对于短保食物, 区域性采销具备优势)。

我们认为渠道商自有品牌不存在“能不能”做某个品类的问题, “要不要”做在于能否发挥货架优势将原有品牌挤出, 或者对比品牌商实现更优的性价比。

亚马逊在多品类自有品牌中的尝试为各个品类的进入难度提供了较好参考。作为品类最全面的零售商, 亚马逊在各个领域均布局了自有品牌; 从销售结果来看, Amazon Basics下的日用杂货销量远远高于其他类目, 保健家用、厨房用品、食品等有一定品牌效应的品类销量次之, 个性化强的服饰配件销量最低, 符合功能性强、技术壁垒低的品类更容易进入的规律。

图18: 亚马逊自有品牌中日用品最畅销(2017年)



数据来源: Jungle Scout, 广发证券发展研究中心 (Amazon Basics为品牌名, 销售各类日用品、毛巾等纺织、基础办公电子配件等; Amazon Essentials售卖基础款服饰, 类似于优衣库定位。其他品牌以类目归类)

二、从海外龙头看自有品牌的性价比逻辑

7-Eleven创始人铃木敏文认为，商品定位是在“好”与“便宜”之间选取一个合适的点。我们对自有品牌“差异化”的理解，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）之间选取一个与原有品牌不同的点，挖掘新的市场空间或者对原有品牌形成一定替代（更好&更便宜是理想结果，但这通常是很难做到的）。在取舍“好”与“便宜”的过程中，自有品牌可分为两种开发思路：

1) 极致性价比：价格带亲民，尽可能压低产品加价率（缩小材料成本与终端售价的差值）。纯性价比路线是最常见的自有品牌开发方式，尤其适合功能性强的**大众产品**（纸、毛巾、垃圾袋等）；不需要渠道商本身具有很强的商品开发能力，合适的代工厂是最为重要的资源。Aldi、Costco、Walmart为典型公司。

2) 独有的高端产品线：价格带偏高，独家销售，产品特性显著区别于竞争对手（通常仍比同价位产品性价比更好）。需要深刻理解消费者需求、产品定位精准，与工厂联合研发&自建专属工厂比例更高，仅少数的零售商具备此类能力。7-Eleven、Trader Joe's、Kroger较为典型。

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**在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。

另外，**单一品牌/多品牌策略的选择取决于自有品牌定位**。当自有品牌的特征单一时，单品牌足以为消费者区分自有品牌/普通品牌，如Costco的自产商品统一主打性价比，因而所有产品共用Kirkland Signature品牌。客群层次复杂、品类繁多的渠道中，自产商品常定位不同的收入阶层和消费偏好，常用多品牌策略（单一品牌所表征的产品特性有限）；例如7-Eleven的不同品牌对应不同用料和价位，Trader Joe's用不同品牌区别商品产地。

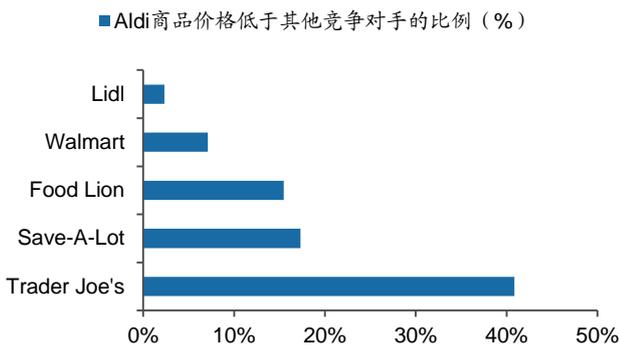
（一）极致性价比：Walmart、Costco 与 ALDI

Walmart（沃尔玛）、Costco（好市多）与ALDI（阿尔迪）的自有品牌均突出体现为更有竞争力的终端价格。自有品牌是零售巨头完成采购优化后，用于提高性价比的进阶形式，对应的供应链壁垒更深，建设成本更高。

Costco和ALDI的终端低价最为典型。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%；而在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。二者的高性价比可见一斑。

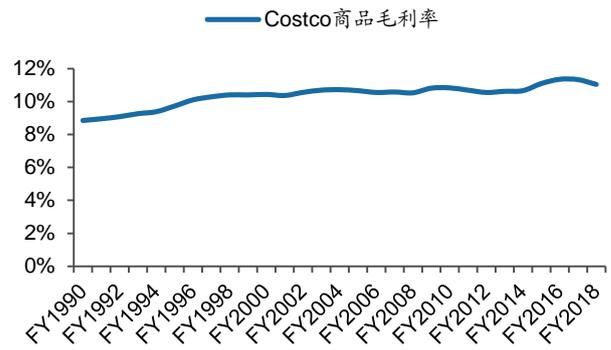
性价比路线的自有品牌通常在既定毛利率下尽可能降低终端产品售价、扩大销量。以Costco为例，从1992年推出自有品牌Kirkland Signature，到目前约占门店商品的20%以上，但三十年来商品销售毛利率并未跟随自有品牌占比增加而明显上升，持续强化低价壁垒。

图19: Aldi商品价格普遍低于竞争对手



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

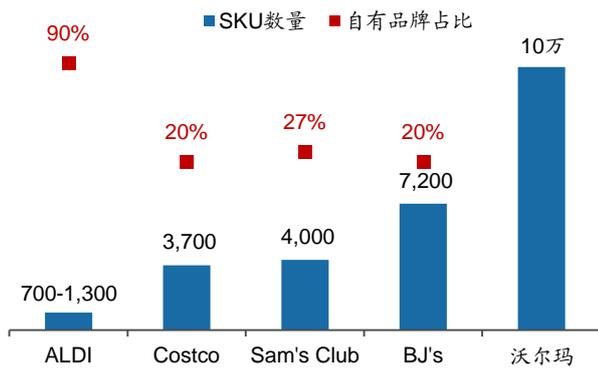
图20: Costco毛利率未随自有品牌占比加深而提高



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

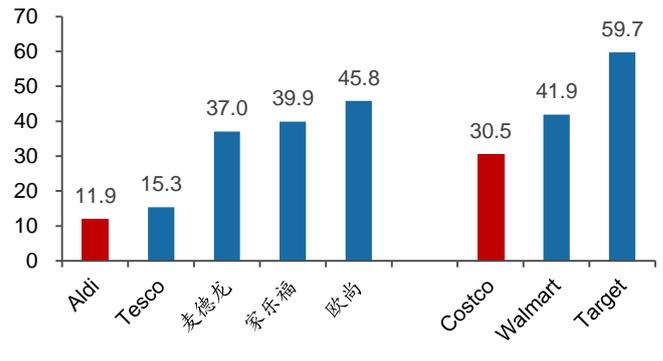
高自有品牌占比与精简SKU相辅相成, 伴随高周转的财务表现。精简SKU、提高单品销量有利于摊薄生产成本; 自有品牌占比较高的典型公司SKU往往较为精简。精简选品有助于保持终端SKU活跃、提高动销, 带来更快的周转, Aldi 11.9天/Costco 30.5天的存货周转天数均低于各自的竞争对手。

图21: 典型公司的SKU量级与自有品牌深度



数据来源: 公司官网, 公司年报, 广发证券发展研究中心

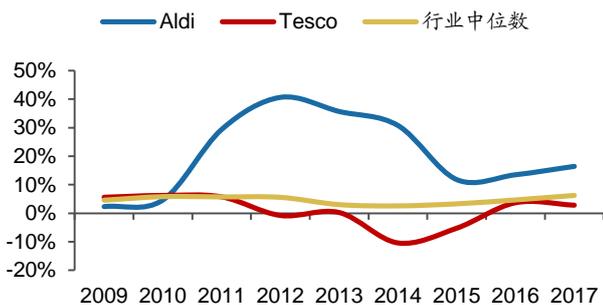
图22: ALDI、Costco存货周转天数低于竞争对手 (2017年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

品牌命名策略趋于统一管理。Costco的SKU精简程度高, Kirkland Signature单一标志足以为消费者区分自有/普通品牌、为商品打上“性价比”标签, 代表该品牌下任何品类都比同架普通品牌更质优价廉。Aldi与Walmart则依品类建立品牌矩阵(每一大品类使用一个品牌名称), 同样能形成消费者对该品牌性价比特色的认知(尽管消费者可能并未意识到该品牌为渠道自产)。

图23: Aldi收入增速显著高于同行 (欧洲地区)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图24: Kirkland Signature品类繁多, 但突出单一特征



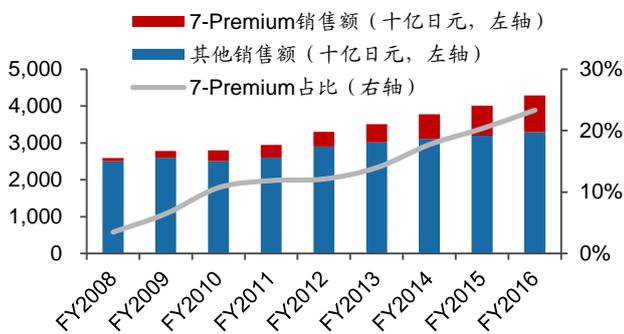
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(二) 独特高端产品线: 7-Eleven、Kroger 与 Trader Joe's

具备强研发能力的公司在基础性产品上推出高端产品线，独家销售强差异化的创新商品，获得更高毛利率（主要用于覆盖产品开发费用，而非赚取品牌溢价）；7-Eleven、Kroger（克罗格超市，FY18营收1227亿美元，仅次于Walmart和Costco）、Trader Joe's（美国有机食品超市）等为代表公司。

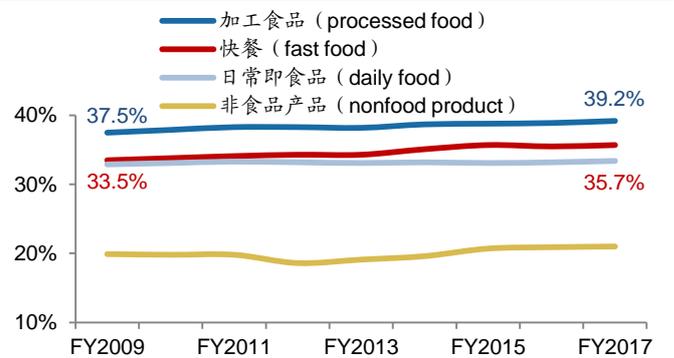
7-Eleven自有品牌销售占比约60%，食品类超过70%。7-Eleven于2007年推出7-Premium系列，主打高品质差异化食品+合理价格。一经推出，广受欢迎：至2016年，销售占比提升到23.3%，销售额超过10亿日元的单品达192个。公司后续又推出7-Gold、7-Select、7-Lifestyle等针对不同价格带/品类的系列子品牌。随着高端食品占比的提升，7-Eleven毛利率相应小幅上涨：FY2009至FY2017，7-Eleven加工食品/快餐毛利率分别提升1.7/2.2pct。

图25: 7-Eleven持续提升7-Premium的销售占比



数据来源: 7&i控股IR演示材料, 广发证券发展研究中心 (销售额只包含7-Eleven Japan部门, FY2017起停止披露)

图26: 7-Eleven商品毛利率呈略微上升趋势



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

根据7-Eleven创始人铃木敏文先生在《零售的哲学》、《零售心理战》中的记录，7-Eleven主要采用OEM、与知名品牌供应商联合研发（7-Eleven提出产品诉求，品牌商帮助实现；冠以7-Eleven品牌，同时标注原品牌名称，如日清拉面、三得利啤酒、山崎面包）两种形式生产自有品牌产品。开发的创新性食品始终保持快速迭代，维持顾客新鲜感。

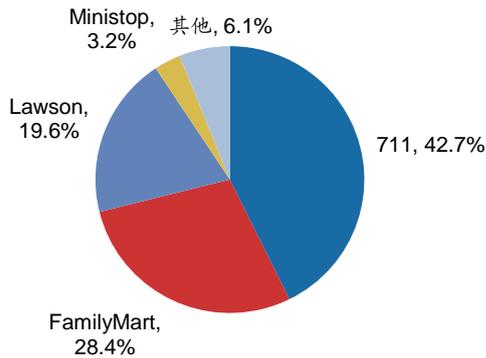
7-Eleven的自有产品策略一方面有赖于7-Eleven对顾客需求的精准把握，一方面需要足够的前端销量摊薄开发成本、消化专属工厂产能。专属工厂能最大程度保障专供产品的按需生产；2013年7-Eleven合作的食品工厂共178家，其中163家为专供，比例高达91.5%，显著高于全家/罗森55%/64%的水平。7-Eleven超越同行的门店数量（2017年20260家）与市占率（2016年42.7%）为新产品的快速推广、消化、迭代奠定基础。

表1: 7-Eleven、全家、罗森的鲜食工厂对比（2013年）

	7-Eleven	Lawson	FamilyMart
日本境内店铺数	15,072	9,752	8,772
鲜食工厂数目	178	61	49
专属工厂数目	162	39	27
专属工厂占比	91.0%	63.9%	55.1%
店铺/工厂比	84.7	159.9	179

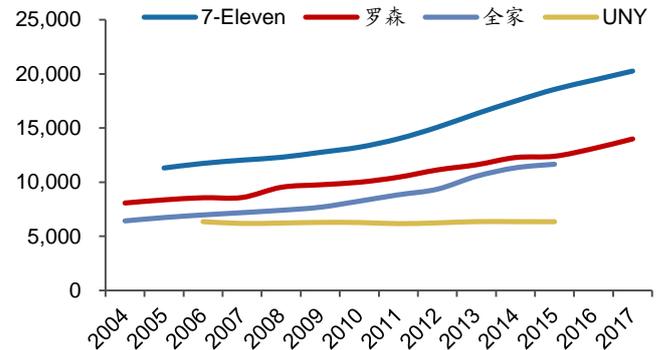
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图27: 2016年7-Eleven日本便利店市占率领先对手



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图28: 7-Eleven、罗森、全家、UNY店铺数变动

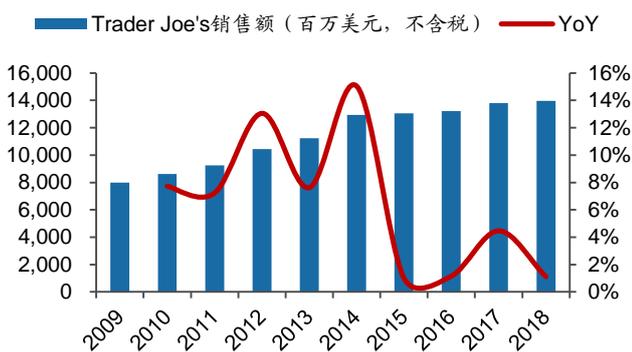


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (以日本市场门店数计; 2015年后UNY与全家合并)

Trader Joe's中约80%产品为自有品牌(门店SKU约4000-5000支), 主打有机无添加、非转基因、原产进口、价格合理。Trader Joe's自有品牌的性价比主要来自采购中间环节的缩减: 进口产品产地直采, 部分本地食品拥有专属生产基地(例如门店中最有名的加州产Two-Buck Chuck红酒)。与7-Eleven不同的是, Trader Joe's严格保密其代工厂身份, 防止竞争对手模仿其独家产品——以不收取入场费等各种杂费、及时结款等优惠换取供应商的商业保密协议(参考《财富》2010.08.23对其高管的采访Inside the Secret World of Trader Joe's)。

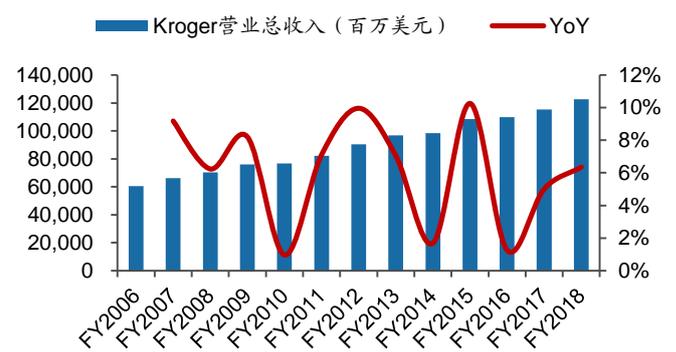
Kroger拥有11个自有品牌, 总计约1.5万支SKU, 其中33%产自专属基地(日用杂货比例达到44%), 其余为外包代工(截至2018年2月, Kroger拥有37座工厂, 涵盖肉乳熟食、日用品等各类产品)。品牌矩阵分为顶级、旗舰、低价三个价格带, 主品牌Kroger(旗舰级)综合性强, 基本囊括各类日用食品; 其他品牌则定位特定人群/品类, 标签性更强。

图29: Trader Joe's销售额变动情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图30: Kroger营业总收入变动情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

渠道自有品牌通常是壁垒较低品类, 产品本身模仿难度不高, ODM模式下也较难形成差异化竞争力, 对应终端价格策略上倾向于极致性价比路线; OEM模式则需要持续挖掘消费者需求、迭代新产品, 宜形成供应商资源上的壁垒, 对应终端价格策略上倾向于推动特有的高端产品价格线。

观察7-Eleven、Trader Joe's、Kroger的产品策略, 三者均对自有品牌产品的差异化设计进行保护: Trader Joe's通过商业协议保密供应商身份; 7-Eleven、Kroger

则有较多的专属工厂，天然屏蔽了竞争对手对其供应链的切入；7-Eleven的产品创新速度亦非对手能及。

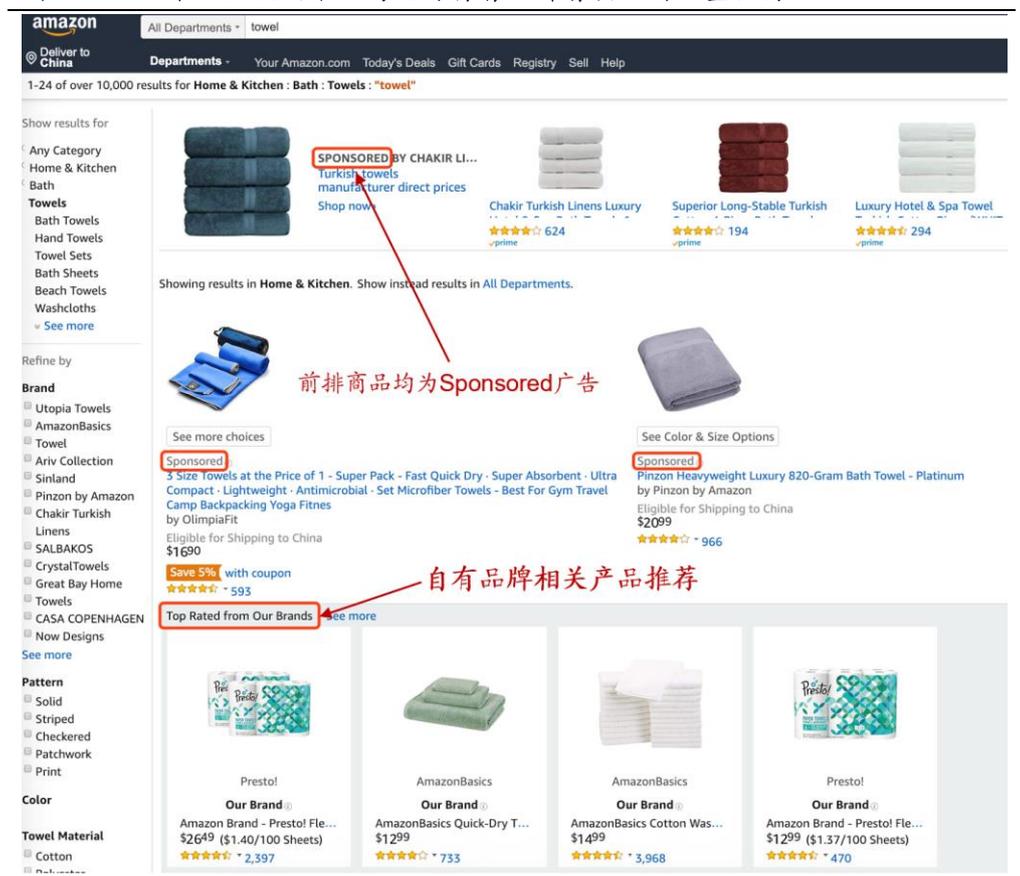
（三）自有品牌 VS 普通品牌：同架竞争，适者生存

自有品牌与原有品牌为同架竞争关系。除去Aldi、Trader Joe's等几乎全部销售自有品牌的公司，大多数零售公司（Costco、Walmart等）在发展自有品牌的同时，选择保留原品类畅销品牌的产品。由于自有品牌难以替代专业品牌商产品设计、IP营销带来的价值，保留原品牌是更加稳妥的做法。

在认可规模优先的发展策略下（低毛利率&低终端售价换取更大销售规模，强化价格优势和用户忠诚），渠道商销售自有品牌或普通品牌的营业利润率没有显著差异，自有品牌与原有品牌的竞争关系也就与普通品牌之间的竞争并无不同。同架自由竞争、持续迭代自有品牌是良性循环过程。自有品牌产品成熟后，将原有品牌逐步挤下货架是适者生存的结果，渠道商的陈列面积/电商流量扶持将加速这一过程。

电商平台在流量分配方面的调整更易观测。以亚马逊为例，亚马逊于2005年推出最早的自有品牌Pinzon，试水日用杂货品类，同时在eBay等其他渠道销售以测试产品畅销程度，主要依靠品牌自生长。2009年亚马逊推出Amazon Basics（目前的主力品牌）后逐步进行了流量分配上的调整；当前时点，搜索产品关联自有品牌产品时，可以观察到明显的流量扶持：自有品牌产品普遍具有前排推荐栏目（更靠前的产品均购买了“Sponsored”广告）。

图31：“毛巾”关键词下亚马逊对自有品牌有明显的流量扶持



数据来源：亚马逊，广发证券发展研究中心（此处展示 PC 端结果，较为符合大多数欧美用户的使用习惯；移动端也有类似的流量扶持现象）

作为对比，我们在京东上进行了类似的搜索试验。京东的自有品牌建设逻辑与亚马逊大致相同，2015年起尝试自有品牌（对标Pinzon），2018年推出第二批主力品牌“京造”、“京选”等（对标Amazon Basics、Amazon Essentials）；目前相对成熟的dostyle等首批品牌年销售额在亿元量级。在手机及PC端搜索“U型枕”、“乳胶枕”、“袜子”等自有品牌关联品类时，“京造”商品并未优先显示（常位于20名以外），基本与其他品牌自由竞争，流量扶持较为谨慎。

图32：京东孵化自有品牌的尝试路径



数据来源：京东官网，广发证券发展研究中心

三、自有品牌在中国：渠道规则颠覆者的突围之道

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。

国内线上渠道具备显著的流量优势，更易于培育自有品牌。必要、网易严选、小米有品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；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；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。

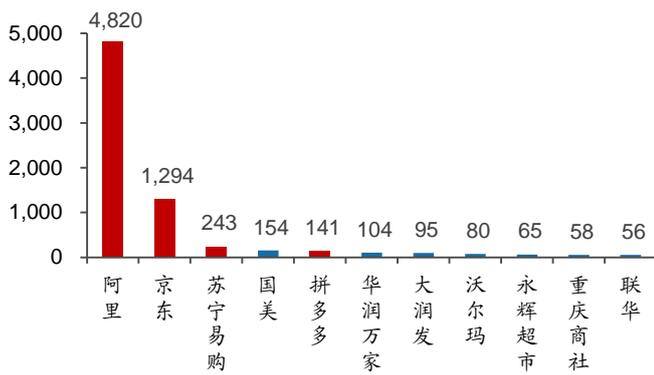
线下超市的自有品牌发展路径与欧美市场的经验更为相近。生鲜食品是易于建设自有品牌、实现产品差异化的非标品；永辉、家家悦的直采生鲜，盒马与品牌商联合开发的日日鲜系列，实质上都可以理解为是自有品牌概念，将成为吸引客流、提高成交转化的重要抓手。

（一）线上攻守：消费升级的有品与拼多多，强化用户留存的电商巨头

充足的前端流量是建设自有品牌的重要基础。对比传统零售，互联网得以更快地聚合流量、建立用户信任并打造爆款；国内电商在流量、规模方面对线下形成了压倒性优势：2017年阿里/京东GMV分别达到4.8/1.3万亿元，十倍乃至数十倍于国美/华润/大润发等实体连锁，培育自有品牌的先决条件更优厚。

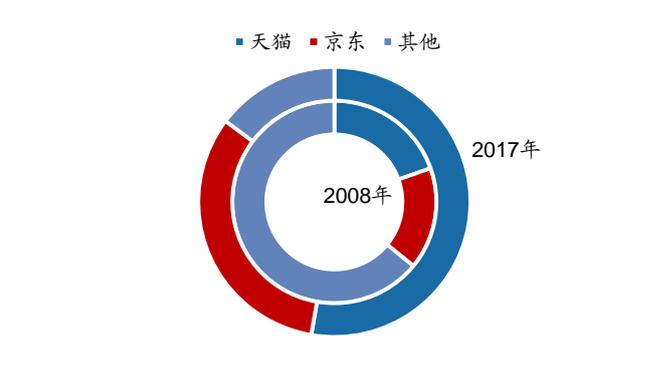
天猫、京东已在B2C电商中占据绝对主导地位（2017年市占率合计85.2%），推行品牌即品质的消费升级导向。二者分别在流量（阿里电商入口拥有6亿用户群&引领流量玩法）、供应链（京东提供极致物流体验&售后保障）维度建立起护城河，新进入者更多地尝试在商品层面寻求突破，推动了精品电商的发展。

图33: 电商GMV规模遥遥领先实体 (2017, 十亿元)



数据来源: 公司年报, 中国连锁经营协会, 广发证券发展研究中心

图34: 天猫京东的B2C网购主导地位加强 (市占率)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

精品电商是线上渠道发展自有品牌的一种演进形式。从2014年必要商城成立开始, 精品电商兴起, 带动一轮性价比主导品质化&精选化大众消费升级。尽管各家具体运行模式有所差异, 精品电商秉持的皆是泛自有品牌理念: 平台对接工厂, 采用OEM/ODM(渠道品牌/工厂品牌兼有)方式开发独家产品, 依靠平台信用背书品质, 产品的设计、生产、定价由渠道方主导。

图35: 2017年以来精品电商&品牌涌现



数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

表2: 精品电商是传统B2C电商的一种演进

	C2C 电商	B2C 电商	折扣电商	精品电商
代表	淘宝	天猫、京东	唯品会	严选、有品等
产品特点	海量 SKU 价格主导	大而全, 价格&品牌& 服务共同主导	品牌尾货 大幅折扣	精选 SKU, 品质优先, 淡化商品品牌, 平台背书品质
渠道对供应链的掌控	☆ 自由市场	★ 品牌主导	★★ 品牌主导, 平台精选	★★★ 平台深度介入, OEM&工厂品牌
对应线下业态	集市/自由市场	百货/大卖场 (沃尔玛)	奥特莱斯	专业店/精选店 (Costco、无印良品)

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

必要、网易严选、小米有品为代表的独立型精品电商是在流量、商品上另起炉灶, 由将传统B2C转化为M2C/C2M模式, 与原有平台在商品上形成错位竞争 (拼工厂是面向更低线消费群体的版本); 淘宝心选、京东京造、苏宁极物等精品品牌则是巨头们在原有流量优势上, 增加商品性价比和差异化, 提高用户留存措施。

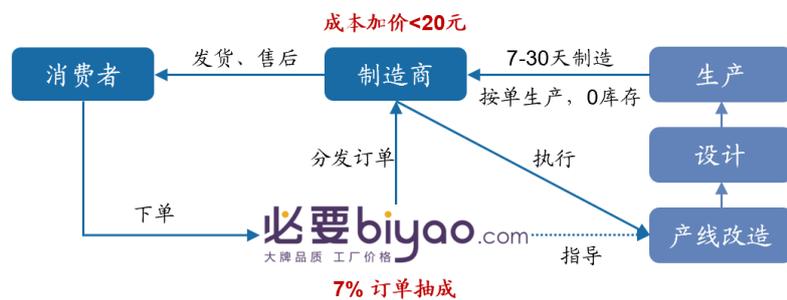
对比之下, 另起炉灶的新进入者不存在自有品牌与原有业务的左右手互搏问题 (以及公司内的部门利益平衡), 崛起速度快于大平台中的新品牌, 但却面临流量匮乏的难题。必要、严选是直连工厂的先驱, 却困于前端用户量, 尚未实现突破性

发展；后来居上的小米有品与拼多多，借助手机用户群/社交拼团完成了流量的原始积累，显示出更广阔的前景。

1. 必要与严选：前端流量聚合是突围关键

必要平台由原百度市场总监，乐淘董事长毕胜先生于2014年1月投资设立，2015年7月平台正式上线。必要采用先下单后生产的柔性C2M供应链，产品端为大牌代工厂ODM+工厂品牌，由平台背书商品品质，控制终端定价（单件加价不超过20元）并抽取佣金（7%）。必要在产业链中发挥撮合交易+质量控制+定价控制的作用，脱去品牌溢价、提高性价比，是渠道品牌的一种重要表现形式（繁杂的工厂品牌更类似白牌，背书力量较弱）。

图36：必要采用ODM+工厂品牌，平台背书品质、控制定价、抽取佣金

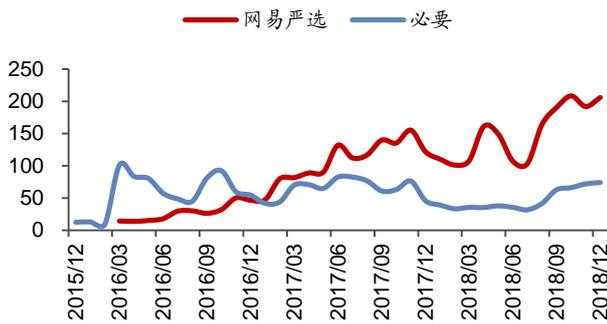


数据来源：易观，广发证券发展研究中心

流量是必要平台发展缓慢的最大桎梏。2016年7月，必要商城上线一周年，推出近500款商品（由服装鞋帽到家装五金近20个一级品类组成），年交易额破亿，仅取得180万用户（作为对比，网易严选上线首月即获得1200万用户）。起步阶段，必要缺乏有力的引流端口，也未能实现快速广泛的口碑传播；从QM监测的数据看，必要的MAU在过去两年中未表现出增长势头。用户基础薄弱、订单量小的情况下，C2M柔性生产未必能实现制造的规模效应、也不利于平台寻找头部供应商资源，低壁垒的ODM形式易为大流量平台后来居上。

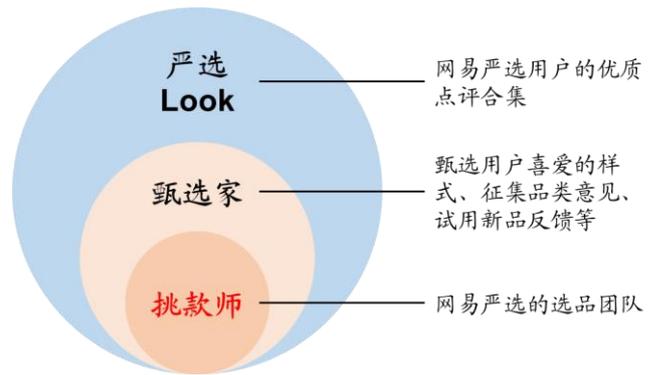
严选承接网易系流量，能否更进一步有待观察。2016年4月网易严选上线，前端依靠网易邮箱、云音乐、有道云等网易系入口导流，配合丰富的软文等网络媒体营销，后端由挑款师挑选ODM产品。网易4Q16业绩电话会议中披露，截至2016年9月（严选上线半年），累计注册用户到达3000万，月流水达到6000万元。根据QM的数据监测，2018年12月严选MAU达到205.9万，同比增长68.7%。对比必要，严选通过网易入口引流和充分营销实现了用户增速的突破，但对比成交转化效率更高的小米系（网易系邮件、笔记、音乐场景的购物引流效果相对更弱）、综合平台等竞争对手的用户体量，竞争仍显吃力。

图37: 网易严选MAU在16年底超过必要(万人)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图38: 网易严选基于ODM的选品及营销策略



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

2. 小米有品: 立足米粉, 生态链结构突破自有品牌品类门槛

小米旗下的有品电商平台原为小米智能家庭控制平台“米家”App下的电商模块, 2017年4月, 有品独立App正式上线, 小米系精品电商走向前台。有品主打小米和米家生态链产品, 并吸收优质第三方品牌入驻, 形成智能硬件和科技产品为主、全品类覆盖的精品电商平台。

“小米”系、“米家”系以及有品中的第三方商品, 共享小米品牌背书, 同样可以用泛自有品牌的逻辑理解。小米为生态链企业提供品牌背书, 贯彻高性价比理念, 通过小米渠道直连消费者, 形成的模式与渠道品牌的基本思想相一致。相比必要、严选等平台, 有品实现了流量端和商品端的跨越式突破:

1) 以“米粉”为核心, 多入口引流: 有品依托小米手机用户和“米粉”起家, 自带小米系智能软硬件线上流量资源(小米商城、米家、小米有品均是流量入口), 以及线下全面铺开的小米之家为核心的门店体验推广资源。

2) IoT“遥控器电商”精准推送提升复购: 基于IoT家居硬件和米家APP实时监控积累的大数据, 小米得以实现精准推送, 有效提升复购。关联推荐(小米加湿器监测到用户水质不佳, 推送净水器产品)、耗材购买(空净滤芯耗尽一键补充购买), 整体搭配(小米生态产品颜值设计风格统一, 均可由米家APP统一控制)等, 深挖单个用户价值。

3) 生态链结构突破自有品牌品类门槛, 独享供应链资源: 高技术壁垒的电子产品本身不适宜渠道商建设自有品牌; 小米出身手机制造, 具备电子产品设计能力, 消费者对其印象更偏向“制造商”而非“渠道商”, 品牌对技术类产品有足够的背书作用。生态链模式结合小米与生态链公司的技术优势, 股权纽带+共同设计研发形成共生关系, 保护供应链资源。高价硬件积累用户信任后, “手机→手机周边→智能硬件→生活耗材”形成自然品类扩容。

来源	流量支持	APP, 线下店推广			
品类 & SKU	居家、鞋服、配饰为主, 全品类覆盖, 近 1 万 SKU	智能硬件、科技产品为主, 全品类覆盖, 超过 2700SKU	截止 2018 年 4 月, 总 SKU 数 531 个, 其中居家、洗护、餐厨三大生活品类占比接近 80%	2018 年主推京造&京选(综合, 日用为主)、京觅(生鲜), 亦有零食、母婴等不含有“京”字的自有品牌	实物商品以家居为主, 2018 年中约 1000 SKU(门店销售有非苏宁品牌商品); 门店服务包含美食、音乐吧等
规模	17 年营收增速达 8 倍; 目标 18 年 GMV 达 200 亿	17 年 GMV 约 30-40 亿, 目标两年后 GMV 过百亿	上线不到一年, 销售总额超过 1.5 亿元	成熟品牌销售体量为亿元级别	-
线下体系	-	小米之家及加盟店, 截至 3Q18 共 499/1100 家	18 年 4 月首店在杭州开业, 结合大数据对线上门店 SKU 的二次精选	-	2018 年 3 月首家苏宁极物店落地南京新街口商圈

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

除苏宁极物系列之外, 电器起家的苏宁易购自有品牌体系以惠而浦等包销定制品牌以及“BIU”系列、PPTV等产品为主。2018年以来自有品牌战略地位已提升到和其他事业部平级, 配合零售云门店向乡镇市场推广, 更易突出性价比优势; 比一般品牌更灵活的定价策略也为加盟商留出更多毛利调节空间。

图43: 苏宁泛自有品牌体系举例



数据来源: 苏宁易购官网, 广发证券发展研究中心 (仅举例, 不包含所有品牌)

4. 拼多多: 拼工厂, 挑战品牌化消费升级路径

拼多多将产能过剩的品牌供应商扶持为“拼工厂”, 实现消费者与工厂/农产品生产基地直接对接, 工厂品牌/定制化产品+压缩供应链+少广告营销, 提高商品性价比; 2018年推出的“新品牌计划”将扶持1000家各行业工厂。

拼多多的4.4亿用户体量(截至1Q19)、精简SKU销售爆款策略使其快速走上类似Costco的轨道: 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、提高性价比, 通过规模支撑工厂与平台的利润总量, 不断增强以价换量、薄利多销的正向循环。

图44: 拼多多年化活跃用户达到4.43亿



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图45: 拼多多年化GMV达到5574亿元



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

以抽纸为例, 对比拼工厂可心柔 (大润发自有品牌的代工厂) 与天猫超市销量第一的维达, 可心柔将主流153mm × 195mm纸张缩减为120mm × 180mm (“够用就好”), 缩减明星代言的营销费用; 对比单抽价格, 可心柔仅维达的1/6 (单位面积价格为1/4.4)。

与服务可靠、消费者信任更强的京东等渠道相比, 拼多多的品质背书能力偏弱, 需要“流水线直播”等方式逐步建立用户认可; 我们认为当前拼工厂将较少冲击传统大牌商品, 更可能整合赚取溢价的杂牌、低端品牌市场。随着拼多多对商家供应链把控能力的加强和渠道形象的转变, 拼工厂的产品品类有望进一步拓宽, 价位带和品质逐步上移。

图46: 拼工厂定制产品+压缩供应链+少广告营销



数据来源: APP截图, 广发证券发展研究中心

图47: 流水线直播增强消费者对工厂品牌的信任度



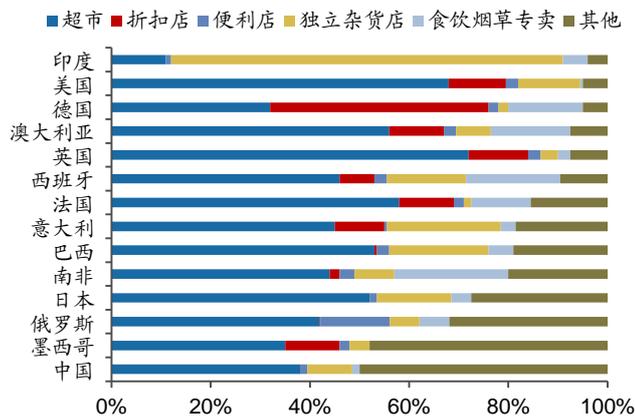
数据来源: 拼多多, 广发证券发展研究中心

(二) 线下的生鲜防线: 永辉、家家悦、盒马, 本土 7-Eleven 或可期

超市渠道的生鲜直采同样适用泛自有品牌理念, 本质上是超市为店内的生鲜质量提供背书。目前我国的生鲜销售于非现代化渠道流通的比例约占50%, 在代表国

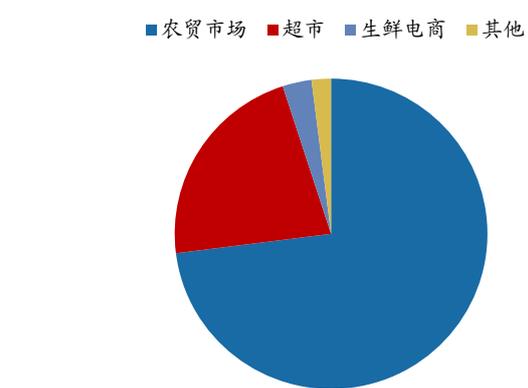
家中最高（美/英仅5%/8%）；根据易观咨询的数据，2016年农产品销售中高达73%为农贸市场渠道。农贸市场类渠道中，生鲜食品多为无品牌状态，进入超市、便利店等连锁业态后逐步转变为渠道品牌形式；因而我们判断，生鲜类目中超市等现代化专业渠道渗透率较低的情况，一定程度造成了我国零售渠道自有品牌渗透率的低估（参考欧美市场，生鲜、肉类、乳品是自有品牌占比较高的类目）。

图48：部分国家的生鲜流通渠道份额（2017）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图49：2016年农贸市场为中国农产品流通渠道占比（%）第一



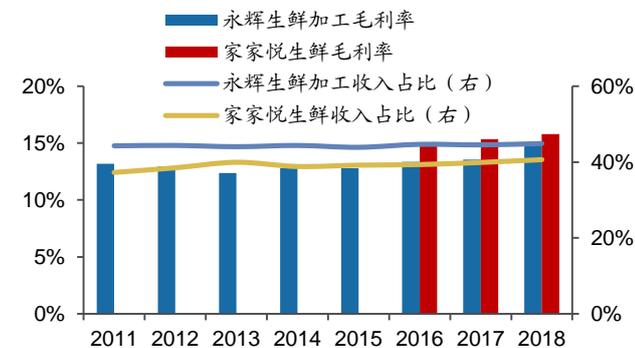
数据来源：易观《2016年中国生鲜电商物流行业专题报告》，广发证券发展研究中心

生鲜熟食的自有品牌化是渠道商将非标品逐渐标准化、产品特色标签化的过程。超市等现代化渠道经筛选加工后的产品，质量比农贸市场更加整齐稳定；自有品牌正是为标准化后的产品打标签，强化商品特色的表达（不同自有品牌代表不同的产地、品质等），提供更好的消费体验。

我们将自有品牌理解为优秀公司“锦上添花”的辅助手段。自有品牌的开发中最为重要的依旧是产地直采体系搭建、加工厂建设等供应链基础。永辉与家家悦在食品领域中的自有品牌发展较为典型。

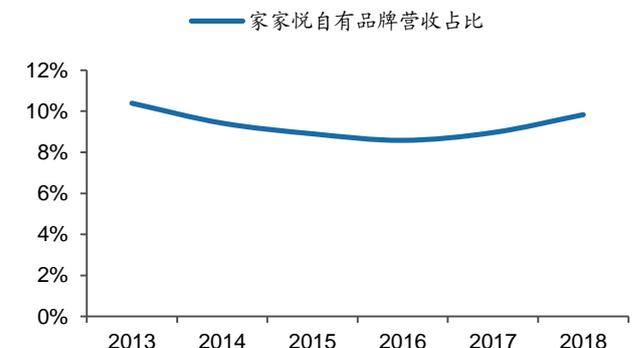
截至2017年末，家家悦已形成较为完善的全国生鲜直采、建立10.82万平的食品工业园及配套初级&深度加工中心（类似Kroger的供应链建设，工厂部分自有、部分联营），开发了以食品为核心的自有品牌矩阵：“荣光”“品品香”“悦记飘香”“麦香苑”等，涵盖食用油、烘焙等熟食、干货零食等，近5年销售占比约9%。

图50：永辉、家家悦生鲜收入占比、毛利率较高



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图51：家家悦自有品牌营收占比约9%



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

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方面的零售服务商。2016年5月，永辉与达曼国际签订《自有品牌服务协议》，合作开发自有品牌；2017年1月永辉1.65亿美元入股达曼，持股40%（同年11月达曼被Advantage换股吸并后上市，永辉间接持有Advantage约8%股权）。达曼国际是全球最大的零售商服务企业，在全球51个国家服务超过100家零售商（包括7-Eleven、Costco），管理来自1700个自有品牌的超过16.5万支SKU，每年新开发的SKU数超过2万支。

表4：永辉以股权投资形式布局上游供应链资源

时间	入股公司	持股比例	标的公司特色产品
2017年1月	东展国贸	100%	农产品进口资格
2017年3月	星源农牧	15%	生猪等农产品
2018年6月	闽威实业	19.69%	海鲈鱼等水产品
2018年6月	湘村股份	9.93%	湘村黑猪等
2018年3、9月	国联水产	11%	鱼虾类水产品

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

截至2018，永辉自有品牌销售占比约3.6%，2020年自有品牌销售占比目标提升至15-20%。2018年12月，永辉举行了优选品牌发布会，升级自有品牌战略，以品牌矩阵（田趣、优颂、馋大狮、超级U选、O'fresh等，分品类、主打不同特征）替代过去的单一品牌“彩食鲜”（彩食鲜已专注加工业务），覆盖家居用品、休闲食品、干杂日配等多个品类，总SKU数量接近300个，引入乎日集团、北大荒米业、天府菜油等国内领先供应商联合开发。

表5：永辉自有品牌方向的合作与投资事件

时间	事件
2015年11月	永辉和韩国CJ集团成立希杰富乐味永辉（海外供应商采购和食品安全管理）、彩食鲜
2016年5月	与达曼国际签署《自有品牌服务协议》
2017年1月	永辉与贝恩资本联合收购达曼国际，持股40%
2018年8月	永辉云商与全球水产养殖联盟在上海达成战略合作，共建水产供应链

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

永辉、家家悦、苏宁的自有品牌孵化类似欧美传统零售巨头的足迹，以终端门店体系、完善的供应链为前提条件；盒马则是将自有品牌作为终端销售成长的重要抓手，逆向而生。

盒马2018年新零供关系大会上，CEO侯毅表示希望在三年内将自有品牌占比提高到50%以上，供应商专供产品（ODM）为主。目前，盒马鲜生的自有品牌包括生鲜/加工食品的日日鲜系列、米面粮油、纸品日用等类目，与传统品牌商成功联合推出多个爆款产品（例如光明联名推出的流心奶黄八宝饭，2周销售1.8万份后脱销）。盒马预期形成的自有品牌体系或与7-Eleven类似，由日常产品+快速迭代的限定爆款组成。

与普通渠道不同的是，盒马诞生于阿里体系中，自带舆论热点和渠道信任，自有品牌的开发、试错均有充足的资本支持，终端产品层面能对已有渠道形成快速赶超（在猎奇网红产品方面已然超越传统超市）。ODM为主的自有品牌需要渠道对上游供应链具备充分话语权，落脚于终端销量；对于盒马，更为重要的是能否最终跑通全渠道模型、形成规模化优势，提高效率。

图52: 盒马谷物、纸品、日日鲜自有品牌举例



数据来源: 盒马门店及APP, 广发证券发展研究中心

图53: 盒马与光明推出联名专供款八宝饭



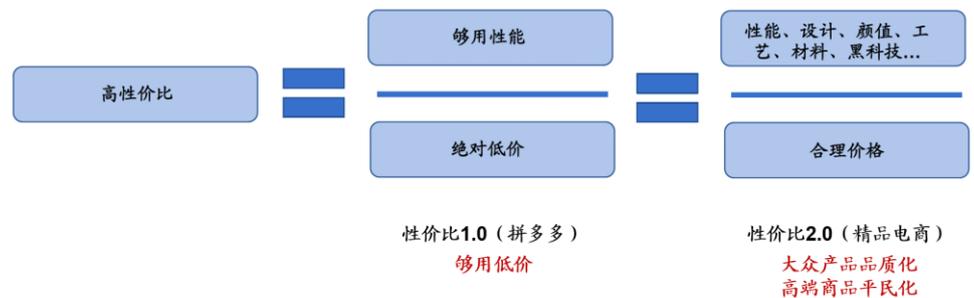
数据来源: 盒马, 广发证券发展研究中心

(三) 性价比 1.0 还是 2.0? 大众消费与主流价格带

增加性价比意味着出让利润, 无论是对品牌商还是渠道商来说, 都是反人性又考验效率的定价策略。高性价比对消费者有永恒吸引力, 在商品信息越来越对称的互联网时代, 多数消费品增强性价比、渠道提高效率是不可逆的趋势。在各种价格带, 我们都能够观察到性价比方向的升级。

拼多多与精品电商是不同维度的性价比升级。拼工厂是在“够用性能”下不断强化低价属性的性价比1.0, 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, 相通的是剥离品牌溢价、提高效率、降低加价倍数的产品理念。

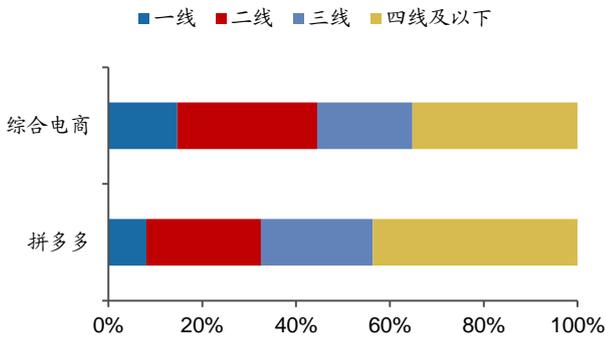
图54: 拼多多的够用低价、精品电商的品质化为不同层次的性价比升级



数据来源: 广发证券发展研究中心

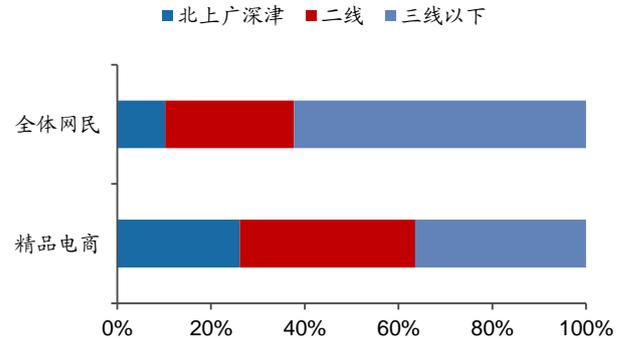
从用户画像看, 拼多多67.5%用户来自三线及以下城市, 高于综合电商55.5%的行业水平, 而精品电商APP的比例仅为36.5%。

图55: 拼多多用户画像偏向低线市场 (2018.08)



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图56: 精品电商用户画像更偏向高线市场 (2017.10)

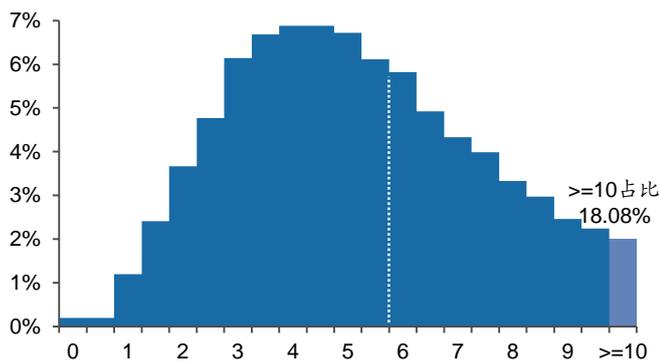


数据来源: 极光大数据, 广发证券发展研究中心

多层次的性价比升级正在不同级别市场同时发生。①一二线城市消费能力领先全国平均水平, 2017年人均GDP分别达到2.2万美元和1.5万美元, 由品牌消费时代向理性消费时代转型, 去品牌化、重使用感的精品电商得以崛起。②三线以下城市消费能力低于6200美元, 处于向品牌消费过渡的时期, 首先趋向于性价比型品牌; 拼多多、南极电商的快速增长正是集中体现。

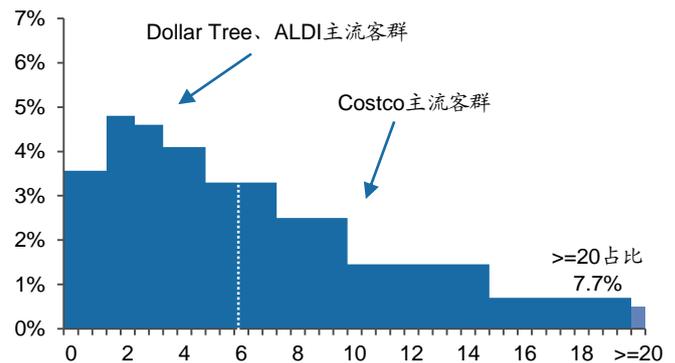
美国市场的不同消费者群体孕育了聚焦中产的Costco等会员仓储超市、关注低收入者的Dollar Tree等一元店; 类似的, 我国市场的基础规模、多层次分化具备诞生聚焦不同价格带的零售巨头的机会。对比美国, 我国家庭收入分布事实上是更为集中的, 成为聚焦客群、发展极致单品策略的基础; 正因如此, 在不同价格带上诞生多个Costco具备可能性。3-7万元“主流收入带”家庭(占比50.2%)消费升级带来的机遇或最值得期待。

图57: 中国家庭年收入分布直方图 (万元, 2011)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心 (按收入分组的户数占调查户比重; 虚线为中位数)

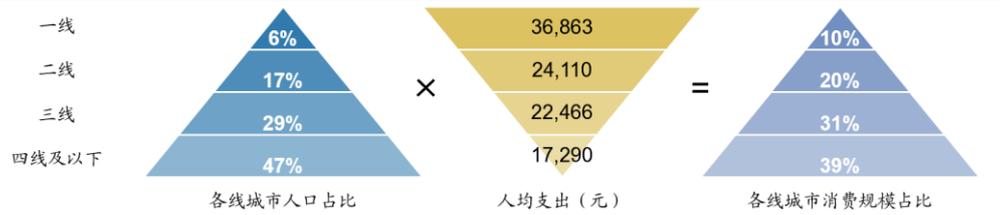
图58: 美国家庭年收入分布直方图 (万美元, 2017)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心 (虚线为中位数)

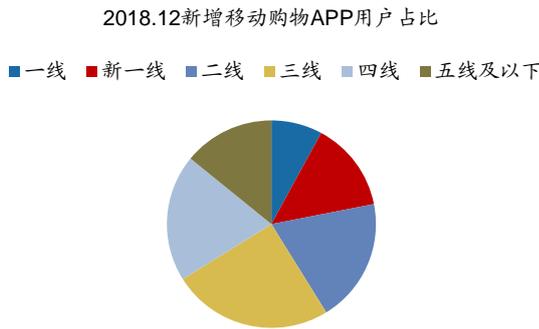
三线以下的大众消费有望为电商贡献更多增量。以各线城市人口占比乘人均消费支出估算, 2017年一/二/三/四线城市的消费规模占总消费规模的比例分别为10%/20%/31%/39%, 三线以下占比达70%。同时, 无论是近期新增移动购物用户还是未被渗透的网民, 三线以下市场所占规模均高于一二线, 意味着短期更快的增速(源自近期新增用户的消费增长)和中长期充足的挖掘潜力(尚未渗透的群体)。

图59: 三四线城市人口人均支出少, 基数大, 对应消费规模更广 (2017)



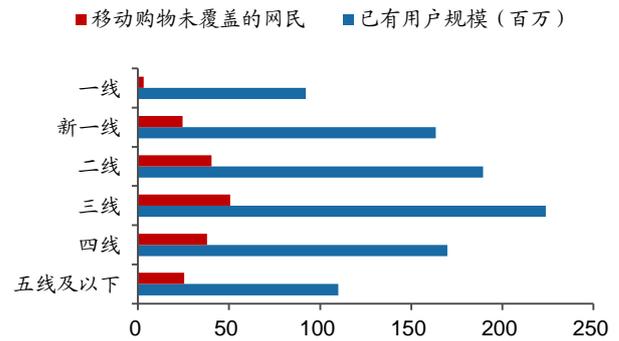
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心 (一、二、三线城市按统计局划分, 其他城市归于四线及以下城市)

图60: 移动购物新增用户中三线以下占比更多



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图61: 三线以下移动购物未渗透的网民规模更庞大



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

四、投资建议: “渠道为王”的新思考

自有品牌建设是渠道商向供应链上游整合、深度控货的一种方式。零售商得以直接改造商品, 掌握设计与定价权, 实现“想卖什么就生产什么”, 缩短流通过程降低成本, 增加终端性价比, 最终提高顾客的成交转化率。

通过自有品牌建设, 渠道商在价值链中将品牌溢价和渠道利润, 在供应商、渠道、消费者之间重新分配。随着对供应链介入的加深, 自有品牌会经历ODM包销定制、OEM联合研发等不同阶段, 形成的壁垒逐渐加深。欧美典型零售巨头的经验中, 自有品牌是优秀公司差异化竞争、不断深化性价比护城河的重要手段; 规模优势、对消费者需求的理解则是成功开发自有品牌的先决条件。

电商变革了渠道触达消费者、理解消费者的方式, 自有品牌不再只是老牌龙头的游戏, 更成为新入局者挑战原有品牌商品体系的有力武器。新平台避免了推广自有品牌与原有业务的左右手互搏, 更纯粹彻底地发起供应链变革, 或将诞生新模式的巨头公司。需要特别强调的是:

1) 我们认为去品牌溢价的性价比消费浪潮是大众消费市场的长期趋势, 其推动者并非仅限于本篇报告探讨的零售商自有品牌, 而是品牌商 (典型如小米)、服务商 (典型如南极电商)、零售商等共同参与的系统性工程, 各方均在产业链延伸中参与价值链重新分配, 并推动终端的去品牌溢价趋势;

2) 从“品牌”内涵角度理解, 传统品牌建设多遵循经典的品牌“定位”理论, 致力于建立消费者认知, 成为某一细分品类的“代言人”, 进而获得品牌溢价, 典型如茅台之于高端白酒, 格力之于品质空调, 伊利之于大众乳品等。而以性价比为

特征的品牌形象淡化了品类概念，而是传达性价比这一理念，具备很强的品类延展性（但多聚焦于日用标品属性产品）；

3) 纵观国内外优秀案例，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，典型如小米；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，典型如好市多；③降低品牌溢价，赚取合理的“服务费”，典型如南极电商。

投资角度来看，我们建议从以下维度寻找投资机会：

1) 以自有品牌/工厂品牌精准定位“大众消费”的制造型零售商。以拼多多、小米有品等线上平台为代表，从制造端入手，定位不同层次的大众消费，借自有品牌/工厂品牌&极致单品思维充分提高产品性价比，或对已有格局产生较大冲击，改变现有的品牌/渠道游戏规则。

2) 积极向制造转型、充分布局工厂资源/生鲜基地的大型零售商。循欧美零售巨头的进化路径，成功的自有品牌是深厚而持久的壁垒；当下中国零售业处于整合期，以永辉超市、家家悦、苏宁易购为代表，率先转变思路、适度聚焦、布局优秀供应商资源的大型零售商有望借自有品牌放大自身效率/商品差异化优势，强者愈强。

3) 重视以南极电商为代表的服务商。渠道商对上游的整合涉及生产组织、组货管理、消费者运营等诸多环节，对淘宝、拼多多等平台型电商而言，向上游整合过程中并非必然走向自营化过程（需要重塑自身平台定位和专业供应链建设），以南极电商为代表，高效整合供应链、赚取合理利润率的服务商重要性有望凸显。

风险提示

- 1) 用户需求把握能力弱，导致产品缺乏竞争力；
- 2) 质量控制缺失损伤渠道品牌，终端销量不足无法形成成本优势；
- 3) 自有品牌供应链建设需要一定的早期投入与培育时间，回收期长、财务表现滞后；
- 4) 无法对上游供应商形成有力控制或较强议价力，产品开发迭代的可持续性弱；
- 5) 宏观经济波动导致消费需求变化，自有品牌产品需快速跟随消费者偏好变动。

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。
- 费雨朦**：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 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。