

电商快消品战略梳理：线上化大势所趋，新零售盘整前行

——超市行业系列之二

核心观点

- **快消品拥有万亿规模市场空间但线上渗透率低，成为电商争夺的重要战场。**中国快消品市场规模 2018 年达到约 12 万亿，过去 10 年复合增速 7.7%。由于品类、渠道、价格等多方的原因，部分快消产品的线上渗透率较低。目前，随着消费者消费能力以及消费观念的转变，对于价格端的敏感度降低；同时，快递行业的迅猛发展正在逐步降低电商物流成本。价格端与成本端的核心矛盾逐步迎来转机，快消品的线上化正成为电商争夺的重要战场。
- **B2C 层面：平台持续亏损，运营模式向全自营靠拢。**在 2015-2016 年天猫、京东的快消品线上化竞争中，总体上京东相对领跑，天猫在商家、价格、服务能力等各个方面快速追赶。当天猫、京东在快消品类上竞争不断升级后，我们认为有两个变化对后期平台战略调整非常重要：**(1) 物流服务能力全面提升：**快消品类由于高频、低客单价等因素，对物流服务能力和效率要求更高，京东物流具有先发优势，菜鸟网络“仓+落地配”模式迅速补齐短板，整体物流服务能力快速提升。**(2) 电商控货能力及本地化运营能力逐步提升，快消品运营模式全面向自营模式靠拢。**虽然天猫超市以代销寄售的平台模式为主进行运营，但在仓储、配送、本地运营等方面相比纯平台模式已经变得更加重，是一种类自营的平台模式。2019 年天猫超市模式升级，向纯自营模式靠拢。
- **O2O 层面：电商平台主导快消品服务升级，终局指向消费者能否为服务付费以及是否能够深度提高供应链效率。**阿里、京东、美团目前都完成了线上自营/赋能平台、线下自营/合作门店、落地配送的布局，但出于各自基因和优势的不同，三家平台的思路有所差异：**阿里线上 B2C+到家平台+自营线下门店并举，综合自营程度最高，业态偏重；京东模式相近，但整体仍偏线上自营和平台赋能；美团以线上平台赋能为主，线下自营局部补充，平台属性最强。**从典型 O2O 模式的盈利模型来看，门店到家及仓到家模式的核心扰动因素及未来的发展方向存在区别：线下门店本身拥有丰富的 SKU、成熟的供应链，在接入到家平台后能够提升单店销售，但实际综合毛利润主要受履单成本扰动。未来提高单均盈利的可行手段包括：**(1) 提高线上单量以降低履单成本，但履单成本下降具有瓶颈；(2) 在用户形成稳定消费习惯后，为便利性支付费用。**仅从每单运营层面考虑，独立仓到家模式目前受两方面因素制约：**(1) 以蔬菜、水果等高频但单一品类切入，客单价&毛利率低；(2) 履单成本刚性。**仓到家模式未来极有可能向两个方向分化，第一，聚焦核心付费人群；第二，扩充品类至商超 SKU 体系。总体来看，第一个方向会导致仓到家模式无法向三四五线市场扩张，而第二种方向则面临升级供应链的较大挑战。我们认为独立仓到家模式极有可能成为综合平台的渠道补充。

投资建议与投资标的

- 本报告认为，不管是综合类电商还是独立平台，新零售终局指向消费者能否为服务付费以及是否能够深度提高供应链效率。**阿里此次组织架构调整表明电商大快消品上战略进入盘整期，传递如下四个趋势：**(1) 整合促进内部物流资源协同，提高履单效率。(2) 调整生鲜品运营模式，降低整体亏损。(3) 控货、控价程度大幅提升，阿里正在不断深入快消品供应链。(4) 猫超事业群线上线下融合升级，商超业态明确承担新零售探索任务。当前阶段，仍然建议关注在大快消品，尤其是生鲜品类上具有强供应链壁垒的线下连锁商永辉超市(601933, 未评级)、家家悦(603708, 买入)。

风险提示

- 宏观经济波动的风险、市场竞争的风险、新零售模式不及预期的风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

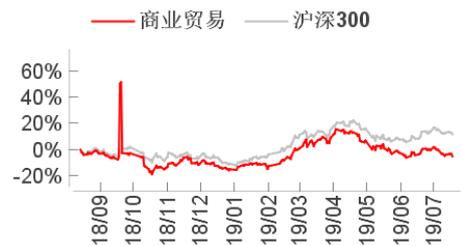
行业

商业贸易行业

报告发布日期

2019 年 08 月 13 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

邓文慧

021-63325888-7041

dengwenhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100002

联系人

崔凡平

cui fanping@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 快消品电商：万亿规模的重要战场	4
1.1 快消品具有巨大的市场空间，多重原因导致线上渗透率较低	4
1.2 时机逐步成熟，快消品成为电商争夺战场	7
2. 快消品线上化路径分析	9
2.1 快消品线上化进程概况	9
2.2 B2C 层面竞争	10
2.2.1 模式：京东自营模式 vs. 阿里代销模式	10
2.2.2 服务：阿里快速补齐快消品物流短板，服务差距缩小	12
2.2.3 B2C 线上商超模式总结：平台持续亏损，运营模式向全自营靠拢	14
2.3 O2O 层面竞争	15
2.3.1 电商平台主导快消品服务升级，终局指向消费者能否为服务付费	15
2.3.2 阿里内部战略调整：融合升级，商超业态加深新零售探索	17
3. 投资建议	19
风险提示	20

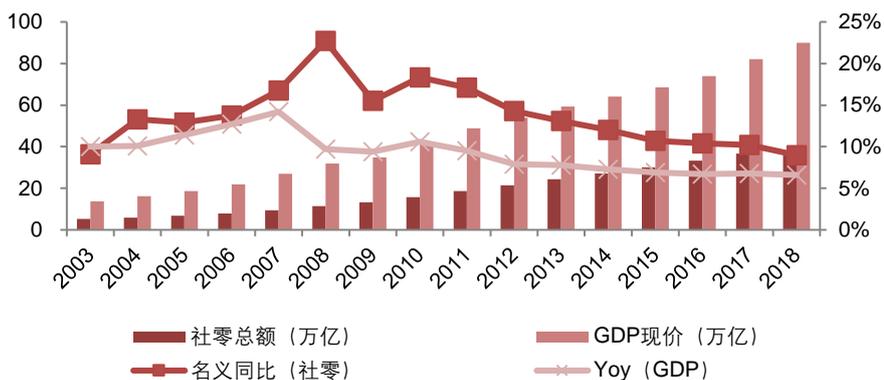
图 1：中国社零增速始终高于 GDP 增速.....	4
图 2：居民人均消费支出持续增长（元）.....	4
图 3：2018 年居民人均消费支出结构.....	4
图 4：快速消费品简介.....	5
图 5：快速消费品市场规模.....	5
图 6：快消品电商相对渗透率.....	6
图 7：网上零售主要品类商品价格区间分布.....	7
图 8：部分快消品线上渠道渗透率.....	7
图 9：部分非快消品线上渠道渗透率 S 型特征明显.....	7
图 10：中国网民年龄结构.....	8
图 11：中国网民收入结构.....	8
图 12：快递业务量迅速攀升.....	8
图 13：快递业务单票收入下降.....	8
图 14：韵达快递 2018 年成本构成.....	9
图 15：韵达快递的单票成本呈现降低趋势（元/票）.....	9
图 16：综合电商进军大快消品类时间线.....	9
图 17：：消费者日常购物需求.....	10
图 18：京东自营业务收入结构（按产品品类）.....	11
图 19：京东全国物流基础设施情况（截至 2014 年底）.....	11
图 20：天猫超市部分类目扣点情况.....	12
图 21：京东部分地区配送服务情况.....	12
图 22：天猫超市履单能力示意图.....	13
图 23：京东历年履单费用情况.....	14
图 24：京东每单履单成本（元）.....	14
图 26：天猫超市 GMV 情况.....	15
图 27：阿里、京东、美团在新零售上的布局时间线.....	16
图 29：组织架构调整后猫超事业群全链服务示意图.....	18
表 1：天猫超市配送费用.....	14
表 2：主要电商平台线上线下载布局.....	16
表 3：主要 O2O 模式单均毛利润测算.....	17

1. 快消品电商：万亿规模的重要战场

1.1 快消品具有巨大的市场空间，多重原因导致线上渗透率较低

消费已经成为中国经济增长的中流砥柱。自 2004 年以来，社会消费品零售总额名义同比增速已经连续 14 年超越 GDP 同比增速。虽然社零增速呈现出逐步下降的态势，但是截至 2018 年仍然处于 9% 以上的较高水平。与社零增长相对应的，中国居民人均消费支出也保持着稳定的增长。2019 年 7 月 30 日，中央政治局召开会议，明确提出了“扩大消费”的政策导向，并指出了“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求”、“多用改革办法扩大消费”、“有效启动农村市场”等较为具体的纲领性意见。刺激消费已经成为了中国历年经济工作的重中之重，消费已经成为中国经济增长的中流砥柱。

图 1：中国社零增速始终高于 GDP 增速



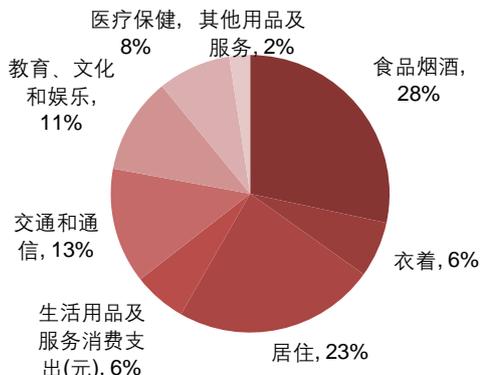
资料来源：wind，东方证券研究所

图 2：居民人均消费支出持续增长（元）



资料来源：wind，东方证券研究所

图 3：2018 年居民人均消费支出结构



资料来源：wind，东方证券研究所

快消品由于具有高频、重复的消费特征，在居民消费中占有很大的比重。快速消费品(FMCG, Fast Moving Consumer Goods)，从产品属性来讲快消品是使用寿命短、储藏要求高、消费速度快、且持续消费的非耐用性消费品；从消费方式来看快消品具有消费频率高、重复使用的特征；从使用场景来讲快消品主要用于满足消费的日常饮食、个人护理、家居清洁、日用杂货等食住需求；从采购决策上来讲快消品属于冲动购买产品消费者在快消品选购过程中对他人建议不敏感重视个人偏好产品的外观、价格、购买场景等起重要作用消费者注重购买的便利性。分析 2018 年居民人均消费支出结构，快消品占比超过 30%。

图 4：快速消费品简介



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

中国快消品市场总规模超过 10 万亿。根据对于软饮料、生鲜、包装食品等 9 大类快消品市场空间的加总，中国快消品市场规模自 2015 年起已经突破 10 万亿，2018 年达到约 12 万亿。在过去的 10 年中，市场规模复合增速为 7.7%。2018 年，快消品在经历连续多年的下滑之后迎来反弹。根据凯度&贝恩公司的研究分析，行业在品类渗透率、购物频率以及平均售价共同提升的作用下迎来复苏。

图 5：快速消费品市场规模

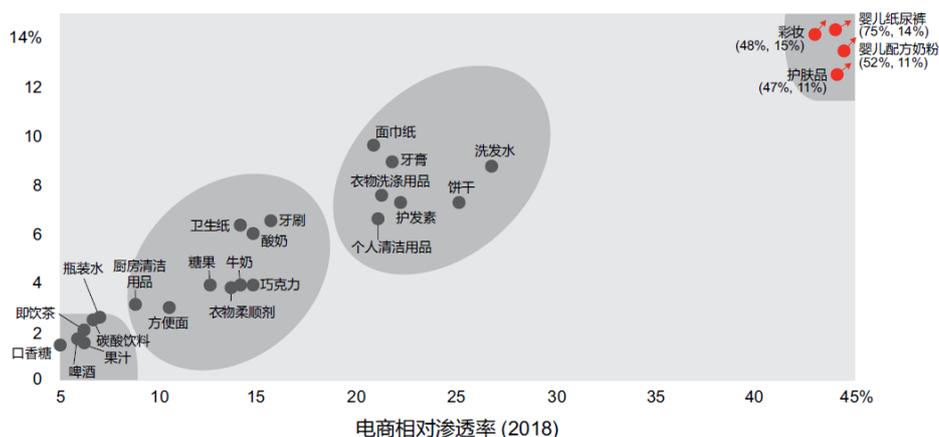


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

快消品涵盖多种品类，线上渗透率具有较大差距。根据电商相对渗透率和电商渗透率增长轨迹，快消品大致可分类为四个群组。**第一组**具有较高的电商相对渗透率且电商渗透率增长较快，主要为婴幼儿和美妆类。**第二组**以个人护理品类为主，如个人清洁用品、头发护理和口腔护理用品。这些品类的电商相对渗透率处于中等水平，并且自 2016 年以来经历了较高速的电商渗透率增长。这一增长得益于电子零售商平台推出的强劲促销以及领先品牌和小型品牌的线上投资。**第三组**包括家庭护理品类，例如卫生纸、衣物柔顺剂和厨房清洁用品，以及牙刷和部分食品品类。这些品类的电商相对渗透率处于中等水平且电商渗透率增速较低。**第四组**包含电商相对渗透率较低且电商渗透率增长有限的品类，这组中主要为口香糖等冲动消费品以及电商订单履行物流成本很高的饮料品类。

图 6：快消品电商相对渗透率

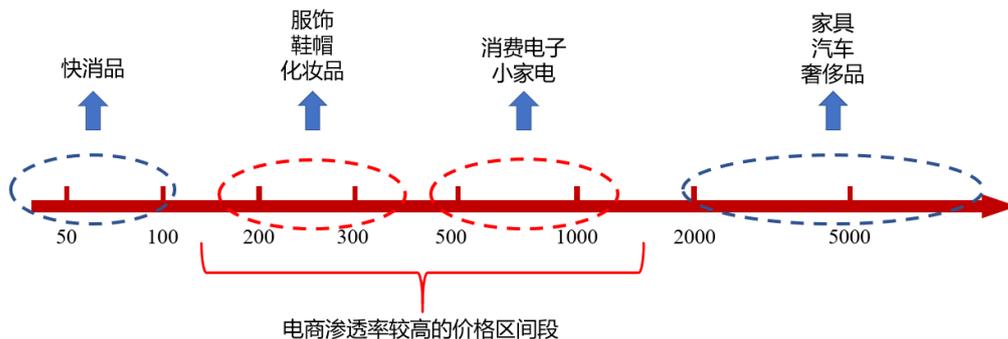
电商相对渗透率变化 (2016-18)



资料来源：凯度&贝恩，东方证券研究所

快消品整体线上渗透率仅为 16.7%，最本质原因是产品价格与配送成本之间的矛盾。快消品整体线上渗透率较低的原因较为复杂。从品类方面看，由于快消品部分具有高时效性要求（生鲜），部分具有冲动型特征（口香糖），线上渠道无法完全满足各类不同的场景需求。从渠道方面看，由于传统的线下快消品零售已经发展的较为成熟，沃尔玛、家乐福、永辉超市、家家悦等能够在局部或大部地区为消费者提供全场景覆盖，挤压了线上渠道的发展空间。最本质的原因，从价格方面看，由于快消品相较于服饰、消费电子等产品单价明显更低，产品价格与配送成本的冲突导致了线上渠道无法在价格端形成优势，导致了线上渠道的吸引力降低。

图 7：网上零售主要品类商品价格区间分布

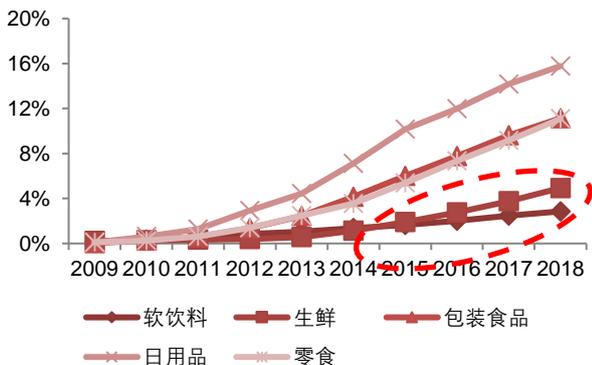


资料来源：易观智库，东方证券研究所

1.2 时机逐步成熟，快消品成为电商争夺战场

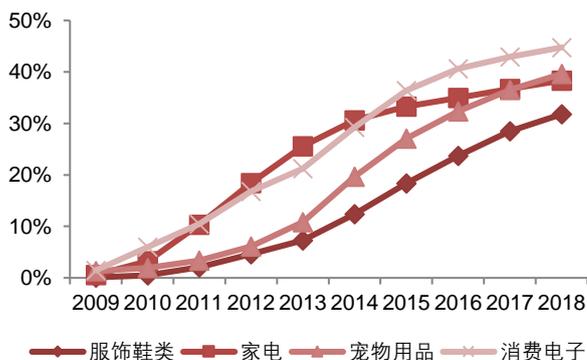
非快消品线上渗透率提升面临瓶颈，快消领域将成为电商后续争夺的战场。与大部分行业的发展规律一样，非快消品线上渗透率已经显示出明显的 S 型走势。消费电子、服饰鞋类、家电等品类，渗透率在 2012 年至 2015 年经历了快速提升的阶段后，已经呈现出增速放缓的趋势。由于线下渠道具有实物体验这一暂时不可动摇的本质优势，这些品类的线上渗透率提升将面临明显瓶颈。反观部分快消类产品（生鲜、软饮料），目前渗透率处于较低的水平是由于核心的商业模式或盈利模式还未完全建立。未来，如何解决各品类商品的核心问题，势必成为电商思考的关键。

图 8：部分快消品线上渠道渗透率



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

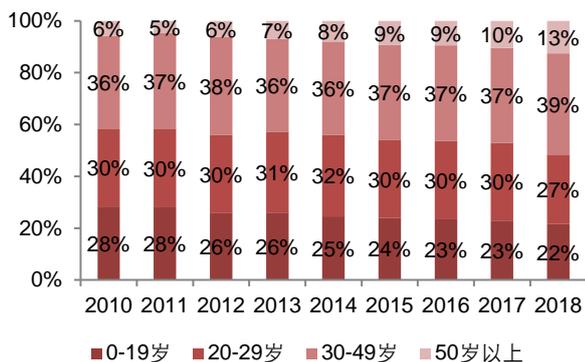
图 9：部分非快消品线上渠道渗透率 S 型特征明显



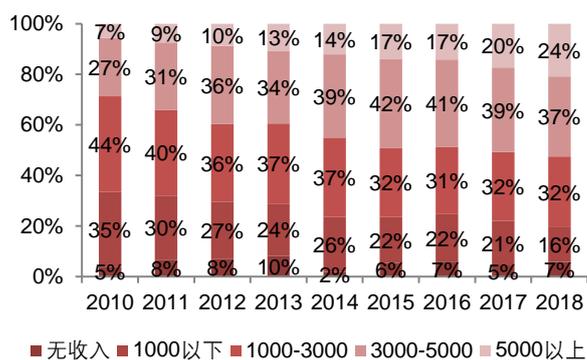
资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

价格端的转机：网民结构改善，消费能力以及消费观念的转变。30 岁-50 岁人群占中国网民的比例持续提升，这意味着快消品的核心消费群体“触网”概率更高。同时，网民结构中 3000 元以上月收入人群正在不断提升，这意味着网民消费能力的逐步提高。又由于当前社会越来越快的生活节奏

以及科技对于人民生活习惯的改变，便利、品质在消费观念中的重要性正在不断提升。综合以上，制约快消品线上渗透率的核心问题——价格，正在逐步迎来转机。

图 10：中国网民年龄结构


资料来源：wind，东方证券研究所

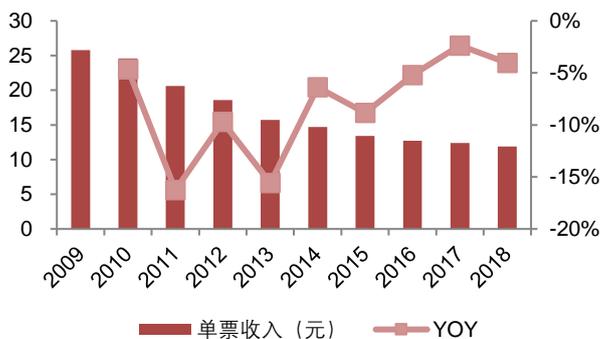
图 11：中国网民收入结构


资料来源：wind，东方证券研究所

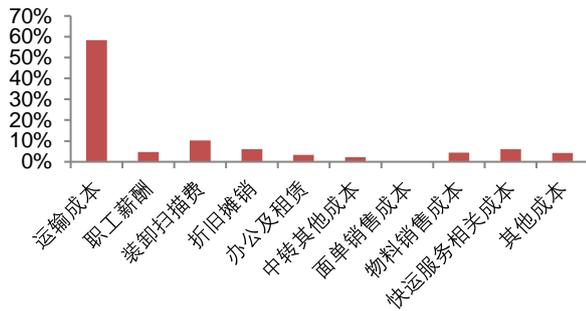
成本端的转机：快递行业的迅猛发展正在逐步降低电商物流成本。快递行业是典型具备规模经济特征的行业。以韵达快递 2018 年的成本结构分析，最为重要的运输成本在随着业务规模的扩大，将伴随装载率的提升从而单票成本的下降；扫描装卸费用在未来 AI 技术、机器视觉技术等不断成熟的过程中能够得到极大的降低；折旧摊销或租赁成本是典型的固定成本，在单位物业业务量的规模提升过程中会不断被摊薄。从实际趋势分析，韵达快递的单票成本在过去三年中持续降低。成本端的降低使得快递行业在保持毛利率不变的情况下为客户提供更为低价的服务，过去近 10 年中，快递行业单票收入不断降低，这也意味着电商行业正在不断受益整体物流水平的提升。

图 12：快递业务量迅速攀升

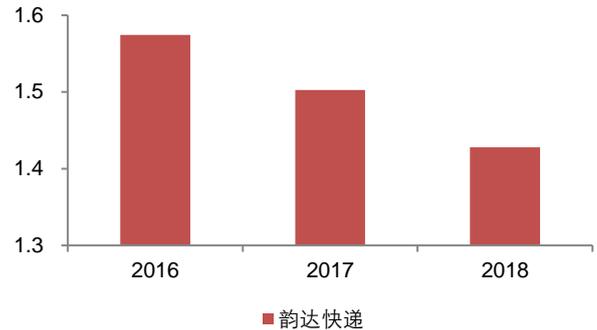

资料来源：wind，东方证券研究所

图 13：快递业务单票收入下降


资料来源：wind，东方证券研究所

图 14：韵达快递 2018 年成本构成


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：韵达快递的单票成本呈现降低趋势（元/票）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 快消品线上化路径分析

2.1 快消品线上化进程概况

2008 年，国内首个网上超市“1 号店”成立，标志快消品电商化正式启动，“1 号店”在其后获得沃尔玛战略投资，并在品类、物流等各个方面进行服务升级。2012 年前后，天猫超市、京东超市陆续上线，综合类电商初步开始布局大快消品类。2015-2016 年，天猫超市和京东超市得到阿里和京东战略级关注，两家平台的竞争开始进入白热化，从纯线上向新零售线上线下融合方向不断延伸。本报告认为，快消品线上化过程可以分为两个层面：（1）B2C 线上商超模式竞争；（2）新零售全渠道 O2O 模式竞争。以下将从这两个层面进行分析。

图 16：综合电商进军大快消品类时间线

	2008-2011	2012-2013	2014	2015	2016	2017-2019
战略	1号店成立 获沃尔玛投资	天猫超市上线 京东超市上线	1号店与全家 上海开通300 个自提点	京东43.1亿元 入股永辉超市	京东收购1号店 阿里调整天猫组织架构 成立快消品等事业组	京东确定无界零售战略 成立大快消事业群 阿里升级“大天猫” 形成三大事业群
服务		1号店上海 推出“准时达”	1号店推出 “社区直达” 1号店华南区 总部东莞运行	1号店“小号雷购” 布局全国八大城市 天猫超市投资10亿 天津实现“当日达”	天猫超市推出 “双20亿计划” 实行“贵一赔十”	阿里全面升级“三公里 理想生活区”
品类	1号店大规模 上线生鲜产品	1号店 自营生鲜上线		天猫超市合作 天天果园		
品牌		1号店联合宝联 欧启动“品牌 直通车”战略		资生堂、雪肌精、悦 诗风吟入住京东 上海家化与京东战略 合作	麦德龙入驻天猫超市	京东与伊利 开展深度战略合作

资料来源：易观咨询，东方证券研究所

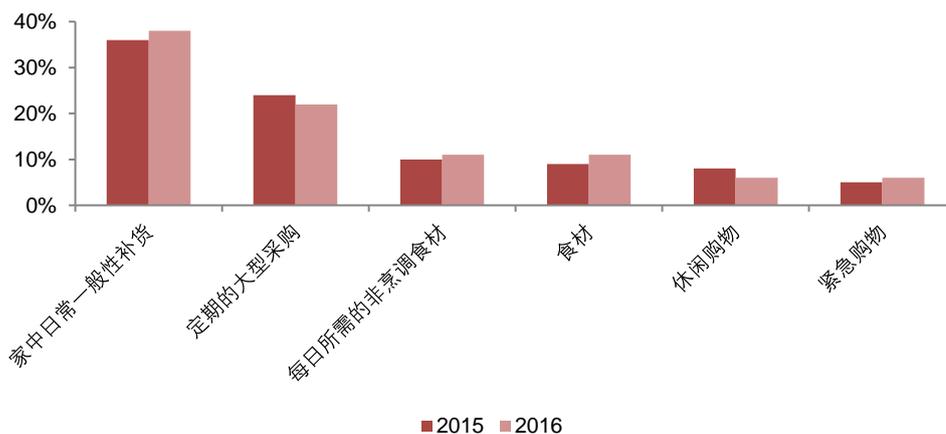
2.2 B2C 层面竞争

2.2.1 模式：京东自营模式 vs. 阿里代销模式

从消费者需求、品类容量、品牌方履约约束等因素考虑，快消品类无法依靠纯平台模式（指品牌方在电商平台开设线上店铺）提高线上化率：

- 消费者对商超购物的需求存在不同层次，总体即时性、高频次需求占比高且呈上升趋势。根据尼尔森的调研结果，消费者商超购物需求中，定期大型采购占比为 22%，而日常一般性补货采购占比 38%，每日所需非烹调/食材类采购、食材采购、紧急采购合计占比约 28%，且需求呈上升趋势。消费者的需求特性决定其对商品品类容量、配送速度的要求更高。
- 单一供应商在满足消费者需求方面存在约束：由于存在履约成本，且即时性配送要求相对更高，大部分品类单一供应商对客单价具有较高要求，能够满足定期大型采购但无法满足日常一般性补货或紧急采购需求。而对低毛利但高频消费品类，如生鲜品，单一供应商更难以跑通线上模式；平台模式下甚至会出现品类短缺问题。

图 17:: 消费者日常购物需求

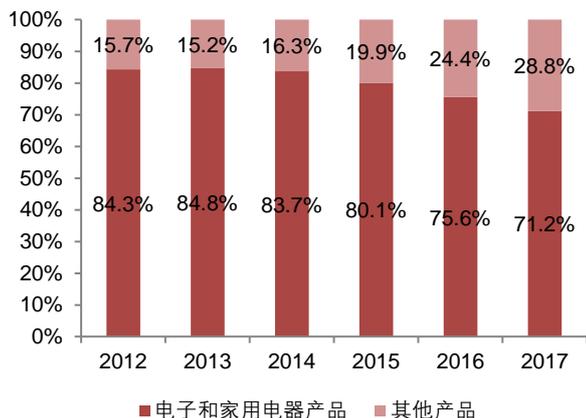


资料来源：《2016 年度中国卖场超市购物者趋势报告》，东方证券研究所

京东顺势以自营模式拓展快消品类，高举高打、势头凶猛。京东超市在 2013 年正式上线，比天猫超市上线时间更晚，但其在拓展快消品类时势头凶猛，占据主动优势。京东采取自营模式高举高打与其拓宽品类诉求、本身自营基因以及强大物流基础直接相关：（1）2014 年，京东直营业务中，电子和家用电器品类收入为 908.9 亿元，占比 83.7%；其他品类占比虽有所提升，但提升幅度较小。在当时的时点上，京东急需向其他品类进行拓展。（2）从收入结构看，京东拥有完全的自营基因，2014、2015 年服务类收入仅为 64.5 和 131.1 亿元，这也让京东在推自营模式超市业务时不存在与品牌方/经销商的冲突。（3）截至 2014 年底，京东已经建立了覆盖全国的物流网络：在沈阳、上海、武汉等九个城市拥有物流运营中心；在济南、青岛、南京等 12 个城市建立了前置配送中心；在全国 40 个城市运营约 123 个物流仓库，合计仓储面积约 220 万平方米；在全国约 1862

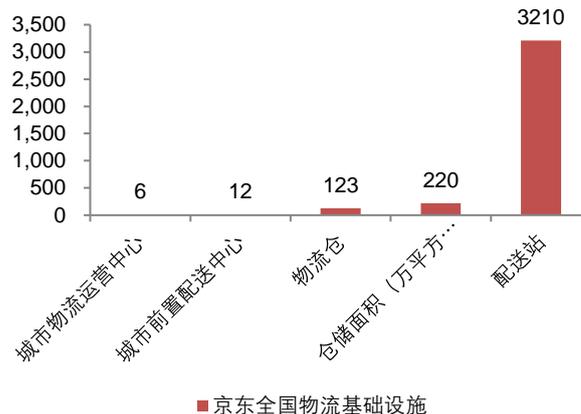
个区县设立了 3210 个配送站和提货站。对物流配送要求较高的快消品恰好能够发挥京东的物流优势，并进一步摊薄物流成本。

图 18: 京东自营业务收入结构 (按产品品类)



资料来源：公司年报，东方证券研究所

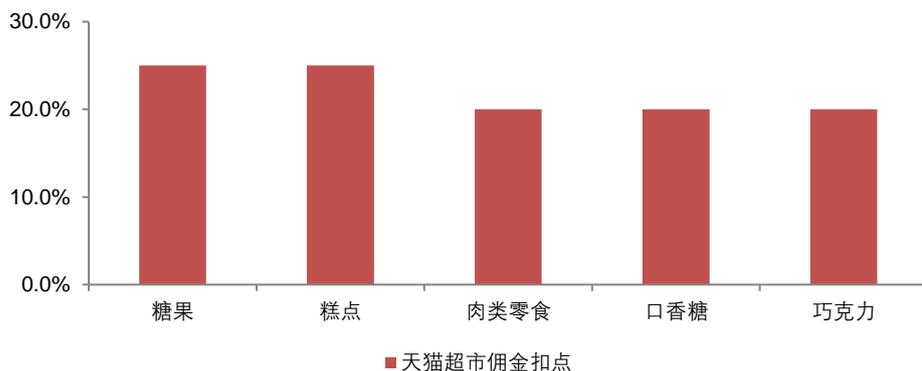
图 19: 京东全国物流基础设施情况 (截至 2014 年底)



资料来源：公司年报，东方证券研究所

阿里采用折中的代销寄售模式，保持自身平台属性。受制于如上所说的快消品模式约束，阿里天猫超市采取折中的模式。一方面在面向消费者端，猫超向消费者提供一站式 B2C 的体验，因为猫超同样提供统一的仓配服务、统一的收银台、统一的发票，这与京东超市及线下商超没有太大差别。但另一方面面向商家端，猫超更偏向平台模式，商家首先入驻天猫超市，同时把货品运送到天猫仓库中，商家参与猫超的营销与促销，除了推荐合适消费者的高质量商品以外，还需要自主完成库存管理、商品编辑、商品定价、商品淘汰等业务作业。从阿里的角度来看，猫超依然不碰货、不存在产销动作，按照佣金扣点方式与商家进行结算。猫超模式形成与阿里的平台基因息息相关，品牌旗舰店的存在也约束猫超做纯自营模式。

调整天猫组织架构全力应对快消品类线上化趋势。2016 年 12 月，阿里内部调整天猫组织架构，天猫团队和聚划算团队全面一体化，天猫成立快速消费品事业组、电器家装事业组、服装服饰事业组、及汽车事业部和天猫运营中心，天猫超市与美妆洗护、食品母婴、天猫生鲜共同划分进快速消费品事业组，这次组织架构调整标志阿里应对京东快消品拓展攻势战术的全面升级，试图在商家关系管理、用户需求管理及物流关系管理方面进行全方位整合，但其平台属性始终未改变。

图 20：天猫超市部分类目扣点情况


资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

2.2.2 服务：阿里快速补齐快消品物流短板，服务差距缩小

2015 年，出于狙击京东、拓展品类等各方面因素，阿里宣布全面进军商超领域，并首站选定北京开启 10 亿补贴，两家平台在线上商超领域的竞争正式拉开。除促销价格战外，（除 2015 年投入 10 亿元补贴外，2016 年猫超继续启动“双 20 亿计划”，用 20 亿继续补贴消费者），我们认为双方在物流服务上的竞争对快消品线上化趋势影响更加重要。

京东物流服务能力满足快消品配送需求。京东在 2010 年即推出“211 限时达”计划，即当日上午 11:00 前提交的现货订单（部分城市为上午 10 点前），当日送达；当日 23:00 前提交的现货订单，次日 15:00 前送达。到阿里宣布全面进军商超领域的 2015 年，京东已经在全国 134 个区县推行该计划，2014 年全年配送订单中约 42.8% 为“211 限时达”订单；京东同时能够在全国其余 866 个区县实现次日达。

图 21：京东部分地区配送服务情况


资料来源：京东 APP，东方证券研究所

阿里迅速跟进，菜鸟物流“仓+落地配”模式迅速跟进服务能力。菜鸟网络主要是通过仓配的模式去解决天猫超市的物流需求，即在多个核心城市设置中心仓库，由专业的仓储服务企业负责仓内运营，再结合落地配送公司辐射周边区域配送，以保证货品配送质量和物流时效。为了跟进竞争对手的物流服务水平，菜鸟网络不断升级仓配系统和本地化运营能力，2015 年天猫超市拥有 8 个分仓，2016 年升级为 17 个分仓、2017 年升级为 28 个分仓、截至目前猫超目前在全国拥有 26 个前置仓、5 个集货仓，覆盖全国主流城市。在配送速度上，2015 年 6 月开始对北京、上海等地消费者推出“当日达”服务；到 2016 年 5 月，“当日达”服务扩展到全国 11 个重点城市；目前当日达覆盖城市 34 个。

图 22：天猫超市履单能力示意图



资料来源：公司公告，东方证券研究所

猫超履单成本相比竞争对手不具优势，内部整合动作旨在提升履单效率。截至到目前，猫超与京超在配送速度体验上基本能够保持同等水平；但在履单成本上，京东仍然更具优势，这意味着在快消品线上竞争中具有更大主动权。2016 年京东每单履单成本约 11.6 元，品类拓展带来成交单量更快增长，京东物流成本不断被摊薄，而猫超履单成本相对京东更高。从两家平台配送费用来看，京东自营订单满 99 元免基础运费，不足金额订单收取 6 元/单基础运费；猫超免运费订单金额为 88 元，略低于京东，但猫超对低于 50 元的订单收取 20 元/单运费，在运费设计上猫超偏向引导消费者生成大额订单。2018 年底阿里进行组织架构调整，天猫超市物流支持再次升级，通过内部整合提升履单效率：（1）菜鸟单独成立超市物流团队，对接、双线汇报于天猫超市事业群总裁李永和与菜鸟总裁万霖；（2）天猫超市一小时达陆续接入饿了么配送。

图 23：京东历年履单费用情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：京东每单履单成本（元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：天猫超市配送费用

金额 (元)	重量 (kg)	运费 (元)	续重费用 (元/kg)
< 50	< 5	20	1
50-88	< 5	5	1
> 88	< 20	0	1
> 200	< 20	0	1
> 300	< 30	0	1
> 400	< 40	0	1
> 500	< 50	0	1

资料来源：天猫，东方证券研究所

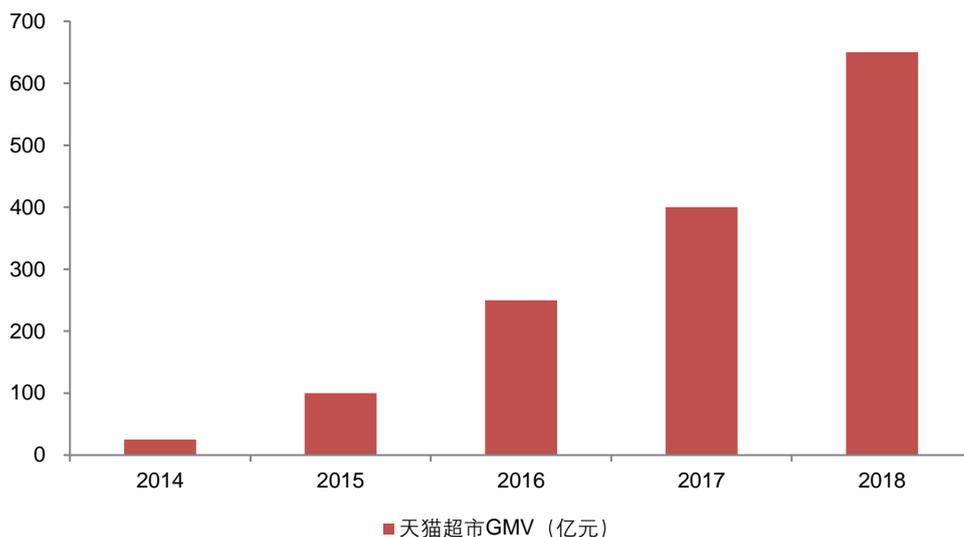
2.2.3 B2C 线上商超模式总结：平台持续亏损，运营模式向全自营靠拢

在 2015-2016 年天猫、京东的快消品线上化竞争中，我们认为总体上京东相对猫超处于领跑状态，2017 年京东超市年交易额突破 1000 亿，2018 年京东消费品事业部交易规模达到 2000 亿；天猫在商家、价格、服务能力等各个方面快速追赶。当天猫、京东在快消品类上竞争不断升级后，我们认为有两个变化对后期平台战略调整非常重要：（1）**物流服务能力全面提升**：快消品类由于高频、低客单价等因素，对物流服务能力和效率要求更高，京东物流具有先发优势，菜鸟网络“仓+落地配”模式迅速补齐短板，整体物流服务能力快速提升。（2）**电商控货能力及本地化运营能力逐步提升，快消品运营模式全面向自营模式靠拢**。虽然天猫超市以代销寄售的平台模式为主进行运营，但在仓储、配送、本地运营等方面相比纯平台模式已经变得更加重，是一种类自营的平台模式。2019 年天猫超市进行模式升级，逐步向纯自营模式靠拢。

2019 年初，新组建的天猫超市事业群宣布升级商业模式，从以“代销”为主的模式转为“采购”和“代销”并行的模式。目前天猫超市采购模式主要从线上运营能力较弱的中小品牌切入，而对于

一些线上运营能力强的品牌，仍可选择代销方式；根据我们的调研情况，目前猫超通过流量支持和扣点优惠来吸引商家转为采销模式，接受采销模式的大都为二三线品牌。我们认为，天猫超市在这个时点转变商业模式主要与以下几个方面的因素相关：（1）考虑履单成本、平台补贴、生鲜品类低毛利等因素，猫超持续亏损，中长期看平台有减亏诉求；（2）随着电商平台在快消品类的竞争从 B2C 模式逐步向 O2O 模式延伸，阿里需要掌握更多货权、定价权；（3）2015 年之后，猫超整体仓储、配送、商家管理等方面的服务能力大幅提升，具备控货能力。

图 25：天猫超市 GMV 情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 O2O 层面竞争

2.3.1 电商平台主导快消品服务升级，终局指向消费者能否为服务付费

2015 年 4 月京东上线京东到家，电商平台在快消品上的竞争正式从纯 B2C 线上超市层面转向 O2O 新零售层面。线上平台向线下延伸具有必然性，主要在于，（1）受履单成本高（为了保证履单体验，供应链成本几乎刚性；且体积&重量越高的品类成本成本越高）、快消品渠道毛利空间小（生鲜品类尤为如此）等因素约束，纯 B2C 电商模式无法跑通；（2）线下业态在满足消费者对快消品高频、即时、一站式的消费需求方面具有不可替代性；（3）在 2C 业务面临流量红利瓶颈等约束后，具有向 2B 供应链业务转型需求。

图 26：阿里、京东、美团在新零售上的布局时间线


资料来源：公司公告，搜狐财经，东方证券研究所

阿里、京东、美团目前都完成了线上自营/赋能平台、线下自营/合作门店、落地配送的布局，但出于各自基因和优势的不同，三家平台的思路有所差异：（1）阿里：线上 B2C+到家平台+自营线下门店并举，不考虑物流服务，猫超模式调整后阿里线上线下综合自营程度最高，业态偏重；（2）京东：线上 B2C+到家平台+自营线下门店并举，但整体仍偏线上自营和平台赋能；（3）美团：线上平台赋能为主，线下自营局部补充，相较来看，美团平台属性最强。

表 2：主要电商平台线上线下布局

		阿里	京东	美团
线上 B2C 平台		天猫超市、品牌旗舰店	京东超市、品牌旗舰店	
线上赋能平台		淘鲜达、饿了么	京东到家	美团 APP
线下业务	自营业态	盒马鲜生（150+家）	7fresh	美团买菜
	参营业态	高鑫零售、三江购物、新华都、联华超市	永辉超市、沃尔玛、天天果园、每日优鲜（腾讯参投）	
	合作/赋能业态	淘鲜达接入的商超门店数达到近 800 家，覆盖全国近 200 个城市； 饿了么：全国近 7000 家超市与蜂鸟配送的送货上门服务一起升级	京东到家接入沃尔玛、家乐福、永辉、华润万家等线下门店，截至 6 月份，覆盖的城市数量已达 91 个，其中三线及三线以下城市占比过半	美团闪购涵盖超市便利、生鲜果蔬、鲜花绿植等众多品类，为用户搭建 30 分钟到货的生活卖场
配送服务		菜鸟物流、蜂鸟配送	京东+达达	美团自有运力

资料来源：公司公告，东方证券研究所

本报告选取三种 O2O 模式来进行单均利润测算：（1）线下门店淘鲜达到家：假设线上到家对线下门店订单侵蚀率为 15%，且线上客单价比线下高 30%；开通线上到家能够增加门店销量，但履单成本导致线上订单实际毛利率低，整体单均毛利润下降约 10%、总毛利润略有下降（目前淘鲜达暂时没有向大润发等收取平台费）。（2）每日优鲜仓到家：由于存在用户补贴等因素，实际毛利率较低；履单成本约 10 元/单，不考虑平台运营等费用，单均利润为负。（3）每日优鲜仓到家（入驻美团平台）：平台收取扣点，但直接或间接提高价格获得较高毛利率，单均利润与自营平台相当。从典型 O2O 模式的盈利模型来看，门店到家及仓到家模式的核心扰动因素及未来的发展方向存在区别：

- 线下门店本身拥有丰富的 SKU、成熟的供应链，在接入到家平台后能够提升单店销售额，高鑫零售每家门店为淘鲜达提供的生鲜食品和快消品 SKU 约 18,000 个，2019 年 6 月门店日均单量已提升至 700 单且线上生鲜占比超 50%；而门店实际综合毛利润主要受履单成本扰动。未来提高单均盈利的可行手段包括：（1）不断提高门店线上单量以降低履单成本，但履单成本下降具有瓶颈，目前即时配送上效率最高的美团运力的单均费用约 7-8 元；（2）在用户形成稳定消费习惯后，为便利性支付一定配送费用。
- 仅从每单运营层面考虑，独立仓到家模式目前受两方面因素制约：（1）以蔬菜、水果等高频但单一品类切入，客单价&毛利率低；（2）履单成本刚性。因此，相对商超门店到家，仓到家模式未来极有可能向两个方向分化，第一，聚焦核心人群，通过高定价或支付配送费等方式直接或间接让用户为便利性付费；第二，扩充品类至商超 SKU 体系。总体来看，第一个方向会导致仓到家模式无法向三四五线市场扩张，而第二种方向则面临升级供应链的较大挑战；本报告倾向于认为独立仓到家模式极有可能成为综合平台的渠道补充。

表 3：主要 O2O 模式单均毛利润测算

	淘鲜达				每日优鲜 (入驻美团)	每日优鲜 (自有运力)
	纯线下门店	线下（接入到家服务，假设线上对线下的订单侵蚀率为 15%）	线上	合计		
客单价（元）	50	50	65	51.4	70	70
订单量	2,000	1,970	200	2,170		
销售额（元）	100,000	98,500	13,000	111,500		
履单成本（元/单）			13		10	10
平台费用			0%		4%	0%
毛利率	22%	22%	22%	20%	15%	12%
单均毛利润	11			10.1	-2.3	-1.6

资料来源：东方证券研究所

注：根据专家访谈，草根调研等所得数据测算

2.3.2 阿里内部战略调整：融合升级，商超业态加深新零售探索

2018 年底，阿里宣布新一轮组织架构调整，主要涉及猫超定位、生鲜运营权、物流服务等领域：

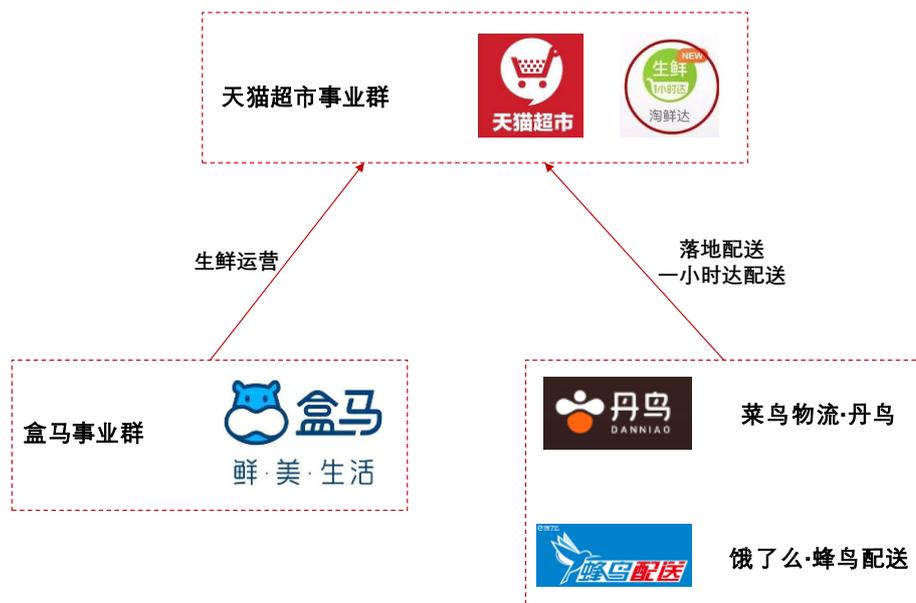
(1) 天猫升级为“大天猫”，形成天猫事业群、天猫超市事业群、天猫进出口事业部三大板块，原天猫事业群总裁靖捷将继续担任天猫事业群总裁；原 CEO 助理李永和将担任天猫超市事业群。

(2) 淘鲜达与天猫超市共同组建天猫超市事业群。(3) 猫超生鲜运营由易果转交给盒马，易果与盒马深化合作，进一步打通线上线下，加速建设和升级生鲜供应链体系，推进阿里生鲜全链能力。

(4) 菜鸟单独成立超市物流团队，对接、双线汇报于天猫超市事业群总裁与菜鸟总裁；此前在 2018 年“双 11”之前，天猫超市一小时达已经介入饿了么配送。

结合上文分析所分析快消品线上化所面临的制约，阿里针对天猫超市的组织架构调整动作传递如下几个明确趋势：**(1) 整合促进内部物流资源协同，提高履单效率。**不管是猫超落地配送还是一小时达即时配送，猫超+淘鲜达的履单效率相对京东等竞争对手仍有较大提升空间，履单效率是所有模式跑通的基础。**(2) 调整生鲜品运营模式，降低整体亏损。**原易果运营的猫超生鲜 B2C 模式面临较大亏损，由盒马接手意味着阿里生鲜品运营策略全面向门店/仓到家模式转变，短期生鲜规模收缩将有利于猫超控制亏损。**(3) 控货、控价程度大幅提升，阿里正在不断深入快消品供应链。**随着猫超运营模式由代销寄售逐步转为采销自营，再结合线下对盒马、大润发等的投资，阿里对快消品供应链的参与程度不断提升。**(4) 猫超事业群线上线下融合升级，商超业态明确承担新零售探索任务。**淘鲜达从盒马体系剥离与天猫超市组建天猫超市事业群，阿里体系线上商超 B2C 平台及线下商超赋能平台全面融合，商超业态将不断加深新零售探索，给消费者提供更好的服务体验。

图 27：组织架构调整后猫超事业群全链服务示意图



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3. 投资建议

通过快消品线上市场空间和线上化路径的研究，本报告核心结论归纳如下：

- (1) **快消品拥有万亿规模的市场空间但线上渗透率低，成为电商争夺的重要战场。**根据对于软饮料、生鲜、包装食品等 9 大类快消品市场空间的加总，中国快消品市场规模自 2015 年起已经突破 10 万亿，2018 年达到约 12 万亿，在过去的 10 年中市场规模复合增速为 7.7%。由于品类、渠道、价格等多方的原因，部分快消产品的线上渗透率较低，最核心的问题在于产品价格与配送成本之间的矛盾。目前，随着广大消费者消费能力以及消费观念的转变，对于价格端的敏感度降低；同时，快递行业的迅猛发展正在逐步降低电商物流成本。价格端与成本端的矛盾逐步迎来转机，快消品的线上化正成为电商争夺的重要战场。
- (2) **B2C 层面：平台持续亏损，运营模式向全自营靠拢。**在 2015-2016 年天猫、京东的快消品线上化竞争中，我们认为总体上京东相对猫超处于领跑状态，天猫在商家、价格、服务能力等各个方面快速追赶。当天猫、京东在快消品类上竞争不断升级后，我们认为有两个变化对后期平台战略调整非常重要：**(1) 物流服务能力全面提升：**快消品类由于高频、低客单价等因素，对物流服务能力和效率要求更高，京东物流具有先发优势，菜鸟网络“仓+落地配”模式迅速补齐短板，整体物流服务能力快速提升。**(2) 电商控货能力及本地化运营能力逐步提升，快消品运营模式全面向自营模式靠拢。**虽然天猫超市以代销寄售的平台模式为主进行运营，但在仓储、配送、本地运营等方面相比纯平台模式已经变得更加重，是一种类自营的平台模式。2019 年天猫超市进行模式升级，向纯自营模式靠拢。我们认为，天猫超市在这个时点转变商业模式主要与以下几个方面的因素相关：**(1) 考虑履单成本、平台补贴、生鲜品类低毛利等因素，猫超持续亏损，中长期看平台有减亏诉求；(2) 随着电商平台在快消品类的竞争从 B2C 模式逐步向 O2O 模式延伸，阿里需要掌握更多货权、定价权；(3) 2015 年之后，猫超整体仓储、配送、商家管理等方面的服务能力大幅提升，具备控货能力。**
- (3) **O2O 层面：电商平台主导快消品服务升级，终局指向消费者能否为服务付费以及是否能够深度提高供应链效率。**阿里、京东、美团目前都完成了线上自营/赋能平台、线下自营/合作门店、落地配送的布局，但出于各自基因和优势的不同，三家平台的思路有所差异：**(1) 阿里：线上 B2C+到家平台+自营线下门店并举，不考虑物流服务，猫超模式调整后阿里线上线下综合自营程度最高，业态偏重；(2) 京东：线上 B2C+到家平台+自营线下门店并举，但整体仍偏线上自营和平台赋能；(3) 美团：线上平台赋能为主，线下自营局部补充，平台属性最强。从典型 O2O 模式的盈利模型来看，门店到家及仓到家模式的核心扰动因素及未来的发展方向存在区别：**
 - 线下门店本身拥有丰富的 SKU、成熟的供应链，在接入到家平台后能够提升单店销售。但是门店实际综合毛利润主要受履单成本扰动。未来提高单均盈利的可行手段包括：**(1) 不断提高门店线上单量以降低履单成本，但履单成本下降具有瓶颈，目前即时配送上效率最高的美团运力的单均费用约 7-8 元；(2) 在用户形成稳定消费习惯后，为便利性支付一定配送费用。**

- 仅从每单运营层面考虑，独立仓到家模式目前受两方面因素制约：（1）以蔬菜、水果等高频但单一品类切入，客单价&毛利率低；（2）履单成本刚性。因此，相对商超门店到家，仓到家模式未来极有可能向两个方向分化，第一，聚焦核心人群，通过高定价或支付配送费等方式直接或间接让用户为便利性付费；第二，扩充品类至商超 SKU 体系。总体来看，第一个方向会导致仓到家模式无法向三四五线市场扩张，而第二种方向则面临升级供应链的较大挑战。我们认为独立仓到家模式极有可能成为综合平台的渠道补充。

根据报告梳理，不管是综合类电商还是独立创业平台，新零售终局指向消费者能否为服务付费以及是否能够深度提高供应链效率。阿里此次组织架构调整表明电商大快消品上战略进入盘整期，传递如下四个趋势：（1）整合促进内部物流资源协同，提高履单效率。（2）调整生鲜品运营模式，降低整体亏损。（3）控货、控价程度大幅提升，阿里正在不断深入快消品供应链。（4）猫超事业群线上线下融合升级，商超业态明确承担新零售探索任务。当前阶段，仍然建议关注在大快消品，尤其是生鲜品类上具有强供应链壁垒的线下连锁商超永辉超市、家家悦。

风险提示

- **宏观经济波动的风险**

宏观经济的增速放缓，国际贸易不确定因素，消费者对未来收入的信心等多种因素，会影响消费者的需求和购买力，进而对零售业和连锁超市公司经营业绩产生影响。

- **市场竞争的风险**

零售业面临新理念、新思维带来的变革挑战，新业态和新场景不断涌现，新技术、新模式不断迭代升级，行业竞争会更加剧烈。

- **新零售模式不及预期的风险**

快消品线上化的核心问题之一利润不足目前还未得到解决，行业各方已经就改善利润做出诸多举措，但是存在效果不及预期的风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有永辉超市(601933)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

