

零售的模样

——商贸零售深度系列研究（一）

2019年8月30日

看好 / 维持

商贸零售 | 行业报告

首席分析师	刘畅	电话：010-66554017	邮箱：liuchang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517120001
研究助理	吴文德	电话：010-66554025	邮箱：wuwd@dxzq.net.cn	

消费时钟和三维升级理论指向消费行业进入需求驱动时代，奠定零售行业业态发展方向。我们构建消费时钟理论，研究建国至今消费的发展情况，发现我国消费由供给和需求相互驱动，目前阶段处于消费升级的需求驱动阶段，未来将进入由需求决定的定制化时代。而消费行业的产品、业态正沿着技术、渠道和观念三个维度进行升级，三维升级是消费时钟的具体表现，二者共同决定未来消费将进入需求驱动时代。相应地，这也要求零售业通过三维升级从以往的供给导向转向需求导向，并进一步引领消费综合升级。

传统零售呈现追赶消费升级态势，电商是零售引领消费升级的过渡阶段，而新零售则引领消费升级。通过回顾我国零售发展史，可以发现零售业逐渐从追赶消费升级转向引领消费升级。传统零售业的变革一直在追赶着消费升级的方向，从数量到质量再到结构升级的过程中，百货、超市、购物中心等实体零售依次走完萌芽到发展再到鼎盛的历程。近年来，百货增速创新低，卖场增速放缓，实体零售积极谋求转型，但遇严重瓶颈，渠道升级赶不上消费升级。“实体将亡”下电商崛起为改变零售与消费升级间的关系提供了可能，品质、跨境及奢侈电商等的快速发展促进品质升级，使零售向引领消费过渡。在线上获客成本攀升与线下业绩下滑的背景下，2016年新零售的提出使线上线下、新旧零售的争论归于一统，线上、线下零售商更注重商业本质回归，开启创新、融合。新零售指导下，2016年起，互联网巨头纷纷助推传统零售数字化升级，超市百货普遍采用“自建+合作”搭建线上线下销售平台。线下为顾客提供良好体验，线上节省时间提升效率，为线下提供全方位指引，合力打造新零售闭环。目前，**经供应链提效、渠道融合、业态创新、数据驱动等各环节重塑的新业态为新零售引领消费升级的初步尝试**，其盈利模式有待验证，而对可持续发展的探索需重构人货场。

消费需求催生人货场重构，生活服务中心和休闲体验馆将成为未来零售业态的发展方向。在需求为主导的环境下，零售由过去的“场货人”转变为现在的“人货场”，新旧商业核心主体“人、货、场”没有变，但其底层内核被刷新。“人”从消费者升级到用户、“货”从标准工业品升级到个性化产品、“场”从卖场升级到场景，三者关系的转变要求对“人、货、场”进行重分类。按消费需求和购买频次分别对人和货进行重分类后，场的分类表现在菜场、餐饮店等满足人们高频刚需，且效率和性价比为首要考虑因素的场景将向生活服务中心转型，而科教类、专业店等满足人们低频需求，且体验优先的场景将向休闲体验馆转型。生活服务中心和休闲体验馆在三维升级模型的指导下，将引领消费进入消费时钟第四阶段——专属定制时代。

投资建议：基于消费时钟和三维升级理论，我们认为目前消费已经进入需求驱动的时代，绝大部分消费的产品、场景和业态都将围绕消费者的需求去构造，生活服务中心和休闲体验馆将成为未来业态的发展方向。基于对未来业态发展的分析，我们推荐致力于线上线下加速融合的企业，重点推荐永辉超市、高鑫零售、天虹股份和苏宁易购。

- ◆ **永辉超市：**公司市占率第四4.2%，深耕生鲜领域18年，生鲜收入占比保持44%以上，以生鲜构筑的公司护城河模式。顺应行业发展趋势，预计公司mini店快速发展下，拓展行业渠道规模，完成多层次业态布局。
- ◆ **高鑫零售：**公司市占率第一8.3%，强化低价优势并提供多种生鲜食品，同时提供丰富自有品牌产品，保持产品多样化。借助和阿里合作旗下门店全部完成和淘鲜达合作，完成布局最后一公里市场。
- ◆ **天虹股份：**公司以百货店、大型购物中心、超市、便利店的实体零售业态，打造以“亲和、信赖、享受生活”为核心价值的品牌。公司探索并突破了传统百货购物模式，加速实体店走向线上线下融合的数字化。
- ◆ **苏宁易购：**公司是国内公司领先的O2O智慧零售商，以智慧零售和线上线下融合战略，全品类经营、全渠道运营，公司线下渠道具备绝对优势、下沉市场布局完善。同时公司通过门店端+PC端+移动端+家庭端的四端协同，完成终端渠道的全面布局。

风险提示：宏观经济下行风险，新的业态冲击等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
永辉超市	0.15	0.24	0.30	0.41	50.88	38.78	30.97	22.43	3.89	强烈推荐
高鑫零售	0.27	0.32	0.35	0.38	25.77	24.01	22.05	20.23	4.83	推荐
天虹股份	0.75	0.83	0.89	0.94	14.56	13.94	11.95	10.53	2.00	推荐
苏宁易购	1.43	0.48	0.28	0.38	6.88	22.09	38.80	27.91	1.13	推荐

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

目 录

1. 东兴消费时钟理论探索消费趋势，三维升级模型探究企业发展轨迹	8
1.1 东兴中国消费时钟理论.....	8
1.1.1 第一阶段（1950-1975）：物质匮乏，“有什么，用什么”.....	10
1.1.2 第二阶段（1975-2000）：品牌化，“我这个是名牌”.....	11
1.1.3 第三阶段（1999-2025）：消费升级，“什么好，用什么”.....	13
1.1.4 第四阶段（2025-2050）：专属定制消费时代，“是我的，就是我的”.....	14
1.2 广义三维升级模型是消费研究的方法论.....	14
1.2.1 技术升级是三维升级的基础保障.....	15
1.2.2 渠道升级不断加强企业、市场与消费者的连接.....	16
1.2.3 观念升级是三维升级的最高体现.....	17
1.3 消费时钟提供理论依据，三维升级作为研究手段，探索零售该有的模样.....	17
1.3.1 消费时钟为零售变革提供理论依据.....	17
1.3.2 三维升级是探索零售新模式的研究手段.....	17
2. 零售业逐步从追赶消费升级向引领消费升级过渡	19
2.1 零售是消费的载体，目前处于业态引领探索期.....	19
2.1.1 零售业百年发展史：从追赶消费升级到引领消费升级.....	19
2.2 传统零售呈现追赶消费升级的态势.....	20
2.2.1 消费升级催生传统零售品类裂变、业态创新，但新的时代需要更新的模式引导消费.....	20
2.2.2 传统零售转型遭遇瓶颈，追赶消费升级力不从心.....	22
2.3 电商是零售行业中引领消费升级的过渡阶段.....	24
2.3.1 我国零售业独特发展路径促使电商迅速崛起.....	24
2.3.2 电商创新模式兴起，品质电商向引领消费升级过渡.....	25
3. 新零售将引领消费升级方向，人货场重构探索行业可持续模式	29
3.1 电商、实体回归零售本源，创新、融合落地不断加速.....	30
3.1.1 零售业集中度和整体效率低，行业亟待转型升级.....	30
3.1.2 流量巨头与零售实体全渠道加速融合.....	31
3.2 新零售将引领消费升级方向，盈利仍为目前首要任务.....	33
3.2.1 线上求效率，线下重服务，新零售闭环带来极致化体验.....	33
3.2.2 目前的零售新物种为初步尝试，探索可持续发展模式需重构“人、货、场”.....	34
3.3 人货场的变化：过去 vs 未来.....	35
3.3.1 “人”的变化：消费者需求的变化趋势是便利、品质、实惠、独特、感动.....	35
3.3.2 “货”的变化：需求反向驱动供给，柔性生产，个性化定制.....	35
3.3.3 “场”的变化：场景多元化、无处不在.....	36
3.3.4 过去是场-货-人，现在和未来是人-货-场.....	37
3.4 零售是场，场的重构来自人和货的重构.....	38
3.4.1 人的重分类：效率 vs 性价比 vs 体验.....	38
3.4.2 货的重分类：高频 vs 低频.....	39
3.4.3 场的重分类：生活服务中心&休闲体验馆.....	40

3.5 总结：生活服务中心和休闲体验馆将成为零售引领消费升级的主要业态	40
4. 新的零售业态将引领中国消费时钟的第四阶段	42
4.1 “生活服务中心”将一站式解决生活采购的各种需求	42
4.1.1 升级方向：小业态、小美全	42
4.1.2 平米/十平米级：新型便利店异军突起	42
4.1.3 百平米级奥乐齐：自有品牌+买手制+极致供应链，倡导精选和货找人	43
4.1.4 千平米级盒马：“生鲜+餐饮”解决消费者对“吃”的场景化需求，同时覆盖日用高频消费品	44
4.2 “休闲体验中心”提供购物休闲娱乐的极致化服务	46
4.2.1 3C、家居、服饰等产品类品牌商与电商合作，重构消费体验	46
4.2.2 百货打造多元化业态，体验式消费为转型焦点	47
4.3 电商重新定位：新零售业态的基本组成部分	49
4.3.1 社交电商利用熟人或 KOL 种草，搜索式向发现式转变提升效率	49
4.3.2 拼购型：降低获客、物流、运营成本，供应链效率提升	50
4.3.3 分销型：KOL 驱动社群流量增长	51
4.3.4 内容型：直播短视频多渠道联动	51
4.4 三维升级模型对第四阶段零售新业态变革的指导	52
4.4.1 零售业技术升级的核心是数字化、智能化	52
4.4.2 全渠道融合为零售业渠道升级方向	53
4.4.3 以提升人的体验为中心的观念升级	54
5. 结论及投资建议	55
5.1 永辉超市	55
5.2 高鑫零售	55
5.3 天虹股份	56
5.4 苏宁易购	56
6. 风险提示	56

插图目录

图 1：东兴中国消费时钟理论：第一阶段	8
图 2：东兴中国消费时钟理论：第二阶段	9
图 3：东兴中国消费时钟理论：第三阶段	9
图 4：东兴中国消费时钟理论：第四阶段	10
图 5：东兴中国消费时钟理论：三维角度	10
图 6：1952-1978 年社零总额及增速	11
图 7：1978-1998 年社零总额及增速	11
图 8：1984-1995 年 GDP 情况	12
图 9：1984-1995 年中国居民恩格尔系数呈下降趋势	13

图 10: 1999-2018 年中国最终消费支出及增速	13
图 11: 1999-2018 年中国最终消费支出及增速	14
图 12: 三维升级模型	15
图 13: 从 0 到无穷大	15
图 14: 技术升级体现在场景的再创造	16
图 15: 技术升级体现在社交网络层面	16
图 16: “扁平化+多样化”传统渠道升级	16
图 17: 渠道升级-新零售	16
图 18: 针对特定消费群体的个性化消费	17
图 19: 消费时钟理论和三维升级模型下以消费者为中心全面提升“人”的体验	18
图 20: 消费升级与零售变革	19
图 21: 社会消费品零售额名义当月同比和实际当月同比	20
图 22: 我国居民人均可支配收入和人均消费性支出	20
图 23: 传统零售呈现追赶消费升级的态势	21
图 24: 我国百货销售规模及增速	22
图 25: 2018 年我国各零售业态增速	22
图 26: 我国商超规模及预测	22
图 27: 超市百强销售规模及增速	22
图 28: 超市各细分业态 2012-2017 零售额年均复合增速	23
图 29: 超市各细分业态零售额增速	23
图 30: 2017 年各国超市行业集中度对比	24
图 31: 2017 年我国前五大超市市占率	24
图 32: 我国线上线下零售额及增速对比	24
图 33: 网络零售额占社零总额比重逐年提升	24
图 34: 快消品城镇零售额各渠道占比及增速情况	25
图 35: 2016、2018 电商相对渗透率变化	25
图 36: 电商为零售引领消费升级的过渡阶段	26
图 37: 我国网络零售 B2C 市场交易规模及增速	26
图 38: 我国网络零售市场组成结构	26
图 39: 我国网络零售 B2C 市场交易份额	27
图 40: 电商细分品类迭出	27
图 41: 电商创新模式不断兴起, 促进消费升级	27
图 42: 品质消费成为网络零售 B2C 市场年度关键词	28
图 43: 跨境电商、奢侈品电商、品质电商 MAU 上升	28
图 44: 品质电商网易严选引领品质升级: 以自营 OMD 模式保证优质低价, 并不断进行线下场景拓展提升消费体验	28
图 45: 新零售引领消费升级方向	29
图 46: 新零售三大特征	30
图 47: 连锁零售百强市占率呈下降趋势	30
图 48: 2018 年连锁零售 10 强市占仅 2.83%	30
图 49: 中国网络购物市场增速放缓	31

图 50: 我国百家大型零售企业销售额增速呈下滑趋势	31
图 51: 移动购物 MAU 维持在 6 亿左右	31
图 52: 移动互联网 MAU 增速放缓	31
图 53: 线上流量具体赋能全产业链	32
图 54: 百货店开展电子商务情况	33
图 55: 百货店电子商务模式占比	33
图 56: “线上+线下”新零售消费流程图	34
图 57: 现有零售新物种	34
图 58: 人、货、场的重构	35
图 59: ODM、C2M 与传统 B2C 模式对比	36
图 60: 线下+移动+PC	37
图 61: 消费场景多元化	37
图 62: 过去的场-货-人与现在的人-货-场	38
图 63: 生鲜消费频次分布	39
图 64: 生活服务中心和休闲体验馆引领消费综合升级进入专属定制时代	41
图 65: 零售业态的重构	42
图 66: 2015-2018 年我国便利店销售规模及增速	43
图 67: 2015-2018 年我国便利店门店数及日均销售额	43
图 68: 奥乐齐鸡蛋陈列	44
图 69: 盒马生态体系	45
图 70: 盒马对人、货、场的重构	46
图 71: 京东、曲美时尚生活体验馆实景	46
图 72: 京东、曲美时尚生活体验馆重构维度	46
图 73: 3C 体验馆	47
图 74: 百货店自采自营及自有品牌开发情况	48
图 75: 新零售三角 vs 旧零售三角	49
图 76: 社交电商人、货、场效率创新	50
图 77: 电商、社交电商、拼购电商和社区团购的关系	51
图 78: 社区团购线上线下消费闭环	51
图 79: 直播变现途径	51
图 80: 内容电商化和电商内容化	52
图 81: 零售业技术升级	52
图 82: 线上线下隔阂消除，全渠道融合	53
图 83: 消费观念升级	54

表格目录

表 1: 1985-1998 年我国消费市场主要变化特征	12
表 2: 消费最终又回到供给无差别	14
表 3: 我国零售业发展历程	20
表 4: 10 家主要百货企业全渠道方案	32
表 5: 人的重分类-基于地域和年龄-	39
表 6: 货的重分类	39
表 7: 场的重分类	40
表 8: 奥乐齐精选细分举例	43
表 9: 百货企业发展创新业务, 拓展多元化业态举例	47
表 10: 部分百货企业 2018 年在门店中加入新的体验元素	48
表 11: 百货企业丰富拓展自营业务, 开发自有品牌	48

1. 东兴消费时钟理论探索消费趋势，三维升级模型探究企业发展轨迹

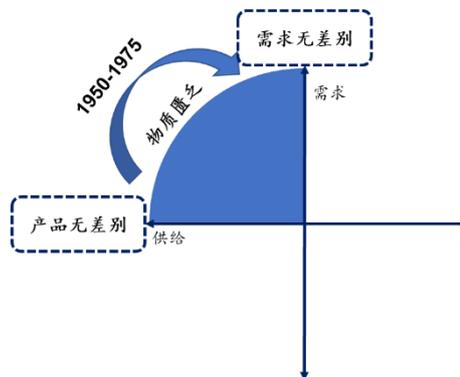
1.1 东兴中国消费时钟理论

一切缘来供给和需求，生产力和生产关系。在商品经济社会，生产力决定了供给水平，需求决定了消费层次。消费是生产者与需求者间进行互动的直接体现，商品在等价交换原则下由生产方过渡到需求方的过程便形成了消费。研究消费，本质就是研究供给和需求。我们从供需理论、历史发展等角度对消费进行剖析、归纳、提炼、延申，整理出围绕消费这一人类社会重要活动的多视角、多维度的发展规律，以此建立“东兴中国消费时钟理论”，这个理论将指导整个大消费的研究体系，形成立体化的研究框架。消费时钟的理论基础是生产力和生产关系，生产力决定着生产关系，即每一种现实的生产关系都是建立在一定性质和水平的生产力的基础之上的；生产关系对生产力有反作用，即生产关系的变迁在一定程度上倒逼生产力的变革。这一相互关系可以用社会生产总过程来表述，社会生产的总过程包括生产、交换、分配和消费，其中生产是起点，交换和分配是中介环节，消费是终点，起点和终点之间相互影响，共同推动生产力和生产关系向前发展。

不同时期消费驱动力不同，供给和需求彼此相互影响主导消费模式的转变。根据社会生产力发展程度的不同，消费结构也有所不同。如果我们从 1950 年开始划分（1949.10.1 建国，1950 年为第一个完整年），我们先后经历了“大灾荒”、改革开放、加入 WTO、互联网时代等，生产力要素不断进步，供给和需求相互驱动。“东兴中国消费时钟”可以以 25 年为一个周期，分为四个阶段，因此“东兴中国消费时钟理论”也可以称之为“中国百年消费时钟”：

（1）第一阶段（1950-1975）为物质匮乏阶段。这一阶段处在计划经济时期，实行统购统销，消费主要由供给驱动，表现为产品无差别，因此这段时期“供给无差别”是消费的驱动力，提供什么用什么是主旋律，消费从供给无差别向需求无差别靠拢。例如，由于物资短缺造成供需严重不平衡，统购统销对粮食、布料和食用等必需品进行计划配置，必须凭票购买。

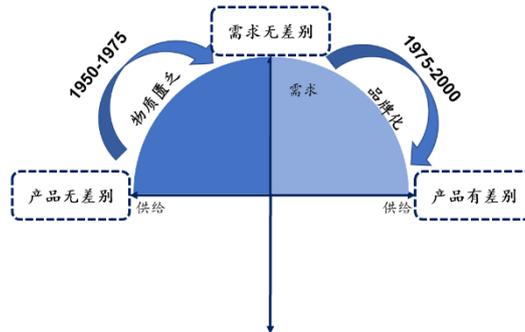
图 1：东兴中国消费时钟理论：第一阶段



资料来源：东兴证券研究所

（2）第二阶段（1975-2000）为品牌化阶段。由于 1975 年到千禧年这一段中国经历改革开放，社会生产力潜力被释放，供给激增使得消费者的需求开始出现差异。消费开始由需求无差别向产品有差别发展，品牌化是核心驱动因素，消费出现了分化。这一阶段，企业为了实现差异化竞争，开始营造品牌力，例如电视机开始出现 TCL、创维、海信等各种品牌，通过品牌化实现供给的有差别。

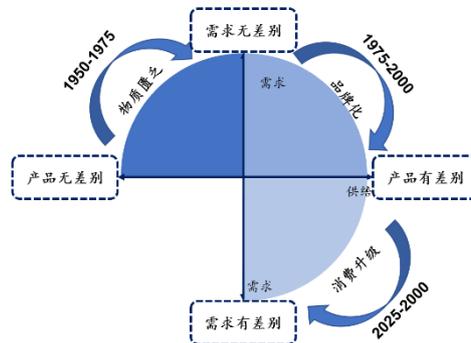
图 2：东兴中国消费时钟理论：第二阶段



资料来源：东兴证券研究所

（3）第三阶段（2000-2025）为消费升级阶段。这一阶段我国加入 WTO，工业增加值快速增长，居民消费显著提升。改革开放四十年以来，从实物商品的供给和需求矛盾的转化来看，我们已实现供给约束向需求约束的转变，需求层次从“吃饱穿暖”等传统消费向“医疗保健+教育文化娱乐”等新兴消费转变的趋势进一步显现，服务消费成为消费增长的重要引擎。消费升级这个概念开始口口相传，从一二线向三四线迈进，从外在消费向内在消费迈进。也正因此，“供给有差别”导致了“需求有差别”，生产力已经彻底不再是问题。

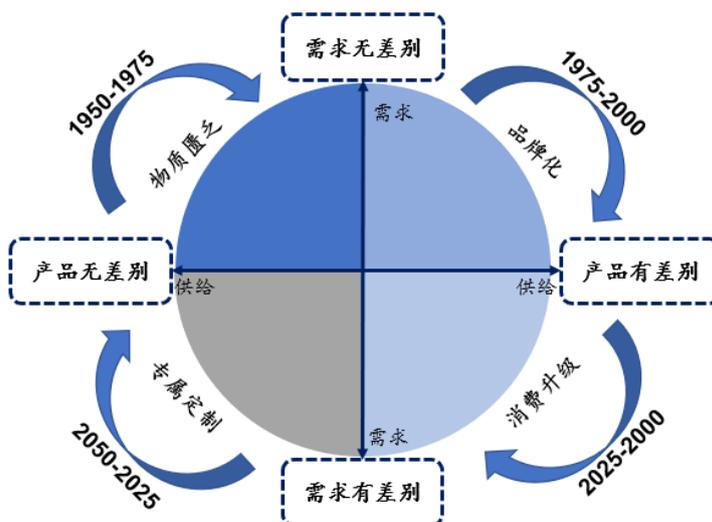
图 3：东兴中国消费时钟理论：第三阶段



资料来源：东兴证券研究所

（4）第四阶段（2025-2050）为个性化消费、专属定制消费时代。由于这一阶段还未发生，也是所有四个阶段研究中最有意义的。我们认为随着生产力的快速提升，大众消费观念的迅速拉升，产品间的质量差别将逐步抹平，至少是差距不大，而且在经历了品牌化和消费升级的洗礼之后，消费的“产品端”逐步迈向了本质，“服务端”将会出现分化。因此未来这一段的消费在需求有差别的驱动下，将会通过个性化和专属化的驱动，逐步向产品无差别靠近，“去品牌化”会在不同行业接踵而至。例如共享单车、衣二三、Airbnb 等产品和品牌的出现，均是讲究回归事物本质的属性，淡化品牌影响，逐步向无差别靠拢。

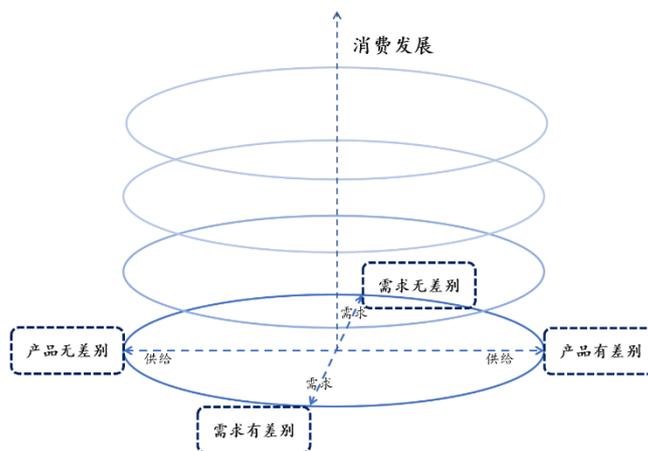
图 4：东兴中国消费时钟理论：第四阶段



资料来源：东兴证券研究所

2050年，新中国第一个消费百年。一百年是一个轮回，2050年之后的事情暂时还无法预测，但是我们相信百年之后消费行业依然会沿着同样的轨迹，在更高的维度上运行。同时，我们的理论也必将指导公司的发展轨迹，沧海桑田，只有顺应时代的发展，各个消费行业龙头才可以长盛不衰。

图 5：东兴中国消费时钟理论：三维角度



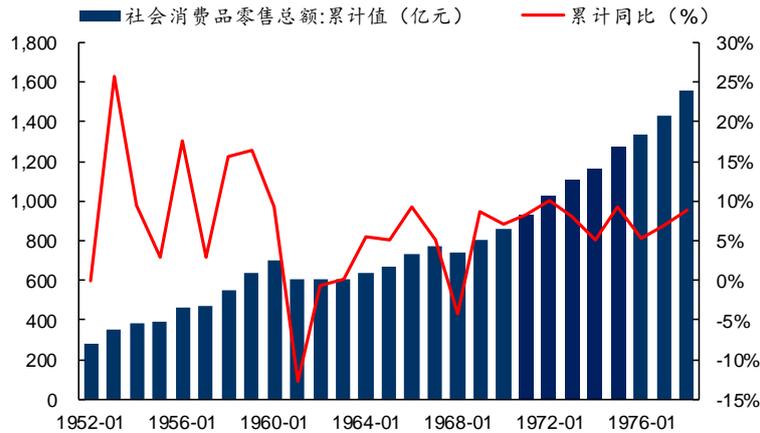
资料来源：东兴证券研究所

1.1.1 第一阶段（1950-1975）：物质匮乏，“有什么，用什么”

统购统销，供给决定消费，“重积累，轻消费”。建国初期，物资匮乏，生产力低下，不仅工业薄弱，农业也相当落后，生活用品供需矛盾突出。由于物资短缺造成供需严重不平衡，统购统销对粮食、布料和食用等必需品进行计划配置，必须凭票购买。商品交换被自上而下计划分配所代替，经济调节基本是指令性的，商品市场没有价值规律。该阶段的消费方式由供给决定，不谈需求。这种模式的形成有其时代特色，基于当时薄弱的经济基础和国际环境的压力，使经济体制中产生强烈重积累和低消费冲动，生产上追求多积累，消费上

实行低消费。1953-1978，中国社会总产值增长 6.26 倍，国民收入增长 3.53 倍，工业总产值占社会总产值比重由 34% 增至 62%，而居民平均消费仅增长 0.64 倍，城乡居民消费结构一直处于低层次状态，食品支出平均比重 60% 以上。

图 6：1952-1978 年社零总额及增速

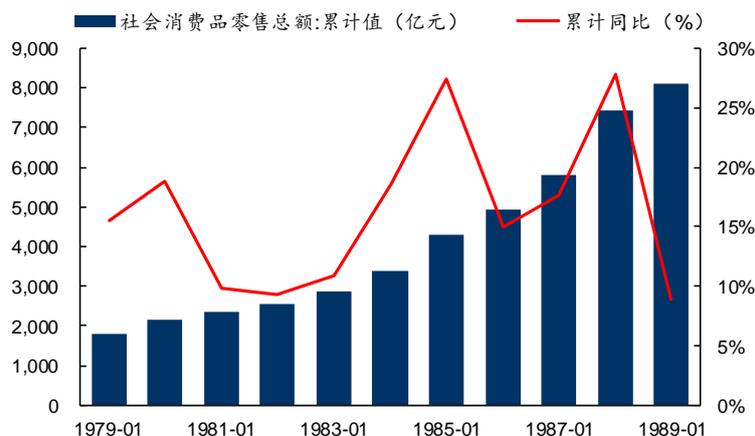


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.1.2 第二阶段（1975-2000）：品牌化，“我这个是名牌”

1978 年 12 月，十一届三中全会的召开拉开改革开放序幕。随思想和生产力解放，工农业生产迅速恢复，城乡居民收入快速增长。在供给迅速增长和居民收入水平大幅提升的带动下，消费市场规模快速扩张。1984 年批发和零售业增加值、住宿和餐饮业增加值同比高达+50%和+117%，社零总额从 1978 年 1432.8 亿元增加到 1984 年 3376.4 亿元，增长 1.4 倍，CAGR13.1%，快于 GDP 3.2pcts。

图 7：1978-1998 年社零总额及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

品牌化改变了“需求无差别”的现状，供给逐步“有差别”。1985-1998 年是我国消费发展起承转合的关键期，在这一阶段，消费市场基本摆脱“短缺经济”掣肘，完成了从“卖方市场”向“买方市场”的转变，以家电的广泛推广和应用为典型特征，展开了我国消费新一轮升级周期。

表 1：1985-1998 年我国消费市场主要变化特征

特征一：长期制约经济增长的供给数量“瓶颈”基本消除，消费市场完成“买方市场”转换

1985 年以来，我国深入经济体制改革，工农业生产发展较快，消费市场供应极大丰富。1993 年票、证、券取消，消费者拿货币就可购买商品。据原贸易部，1995 年 596 种主要商品中，78 种供不应求，431 种基本平衡，87 种供过于求；1997 年，610 种主要商品中供求平衡 403 种，占 66.1%，供过于求 206 种，占 33.8%，供不应求仅 1 种。

特征二：体现这一时期消费升级重要特征的空调、汽车和电脑等主要耐用消费品产量增幅最为显著

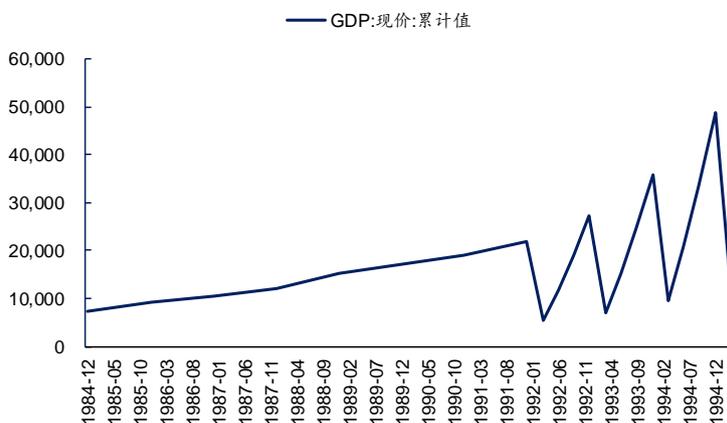
1998 年家用电冰箱/房间空调器/家用洗衣机/彩色电视机/轿车的产量分别比 1985 年提高 6.3/92.7/0.4/7.0/55.3 倍，1998 年微电子产量比 1987 年增长 55.9 倍。工业消费品不仅从产量上迅猛增长，产品升级换代步伐也在提速，并涌现海尔、海信、长虹、格力等一批颇具实力的家电制造企业。

特征三：GDP 和社零总额的增长呈大幅震荡上扬走势

1992 年初，“南方谈话”明确提出社会主义也能搞市场经济；1992 年，十四大确立社会主义市场经济体制改革目标；1993 年，十四届三中全会明确社会主义市场经济体制基本框架，随后相继推行财税、金融、投资、外贸等领域的改革，利率、税率、汇率等的调控作用逐步增强。1996 年，中国经济实现“软着陆”，GDP 增长 9.7%，居民消费价格指数从 95 年 17.1% 回落至 97 年 2.8%。20 世纪 90 年代后期，我国积极应对亚洲金融危机的挑战，制定一系列扩大内需、实施积极财政政策的战略方针，扭转经济快速下滑势头。

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

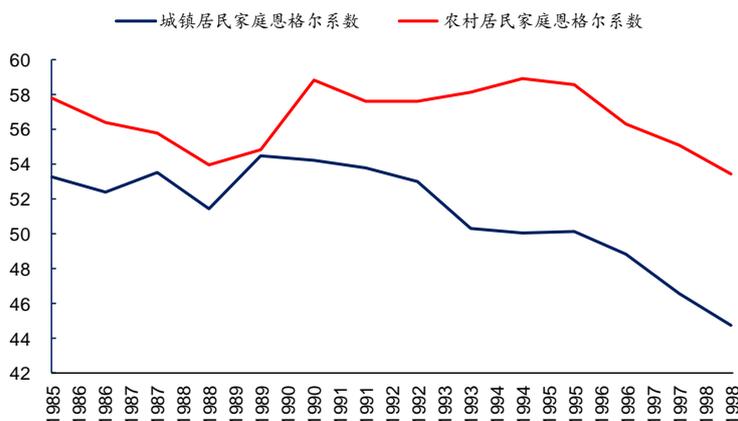
图 8：1984-1995 年 GDP 情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

“衣食住行”全方位开始品牌化。与经济高速增长同步，我国城乡居民收入水平大幅提高。1984 年城镇居民家庭人均可支配收入比 1978 年增长 6.3 倍，CAGR16.6%；乡村居民家庭人均收入增长 4.4 倍，CAGR14.1%，城乡居民收入的高速增长推动消费结构迎来改革开放以来的第二次变革。食品类消费，1985-1998，城乡居民家庭粮食、蔬菜等的需求显著下降，牛羊肉、禽蛋、水产品的需求快速提高。衣着类消费，城乡居民布匹类商品消费量明显下降，随我国纺织工业发展，人们在穿着上的消费从传统布匹向成衣转化。耐用消费品第二阶段升级态势更为明显。1985-1998，冰、洗、彩电进入绝大部分城镇家庭，多数城市家庭实现冰、洗、收录机和电视机“三单一黑”向“三双一彩”升级。同时，随广大农民购买力增强，自行车、手表、缝纫机等传统“老三件”在农村实现普及，电视机、摩托车、电冰箱开始加快进入普通农民家庭。**而随着生产力的释放，企业开始追求产品的差异化，其中品牌的建立是这一阶段的主要特征。**以电视机为例，在第二阶段，便出现了以 TCL、创维、海信等品牌，产品越来越依赖品牌来体现其差异化。

图 9：1984-1995 年中国居民恩格尔系数呈下降趋势



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.1.3 第三阶段（1999-2025）：消费升级，“什么好，用什么”

供给水平迅速提升，消费进入高速增长阶段。1999-2008，我国消费市场增速一路上扬，规模突破“十万亿”，并以每年万亿级速度增长。08 年社零总额 11.48 万亿，比 99 年增长 2.2 倍，CAGR13.2%；08 年最终消费支出 15.34 万亿，比 99 年增长 1.8 倍，CAGR11.6%。同时，我国向全面小康社会扎实迈进，居民消费水平持续提升。2008 年，城乡恩格尔系数 37.9%/43.7%，城镇居民率先步入富裕阶段。

图 10：1999-2018 年中国最终消费支出及增速

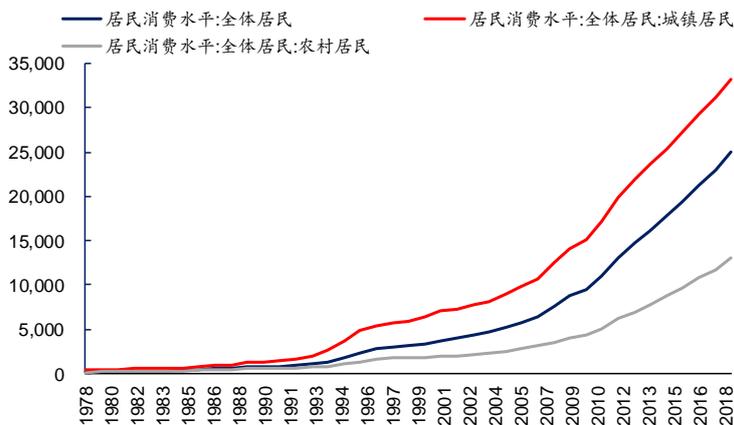


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

消费有效供给能力增强，消费结构升级加快。2010 年以来，经济高速增长态势悄然发生变化。随中国经济发展进入新常态，模仿型、排浪式消费结束，消费需求由量向质转变，消费增速逐步放缓，消费结构深入调整，个性化、多样化逐渐成为主流，信息、绿色、服务消费等亮点纷呈。特别是十八大以后，各地、各部门按党中央统一部署，着力推进经济发展从数量增长向质量增长转变。随经济换挡升级，消费增长动能转换需经历较长过程，消费增速客观上呈现整体放缓趋势。

消费升级向“需求有差别”迈进改革开放四十年，我们已实现供给约束向需求约束的转变。近年来我国消费结构开始由物质型向服务型转型，教旅文体等服务消费持续升温是消费迈向更高层次发展的重要标志。旅游、文化、体育等文娱消费日益受到居民青睐；家庭教育投资观念增强，子女及工作之余的教育充电支出不断增长。随信息技术的渗透，尤其是团购、体验、共享等 O2O 模式在餐饮、健康、养老、家政、美容美发等服务领域的广泛应用，成为服务消费重要推动力。目前，北京、上海、广州、深圳等一线城市服务消费比例已超 60%。

图 11：1999-2018 年中国最终消费支出及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.1.4 第四阶段（2025-2050）：专属定制消费时代，“是我的，就是我的”

2050 年和 1950 年的“产品无差别”已经不是一个层次的“无差别”。当消费时钟拨动到第四阶段的时候，此时的“供给无差别”是主动的无差别，消费者有了大量的选择空间和选择权，并且经历了“品牌化”和“消费升级”两个阶段后，更多的是产品本质的回归和自我个性的彰显，因为产品本身的质量高度提升，差异性在缩小，消费者更注重自己内心需要，不再过多关注产品品牌或名称。这也符合马斯洛的需求理论。

表 2：消费最终又回到供给无差别

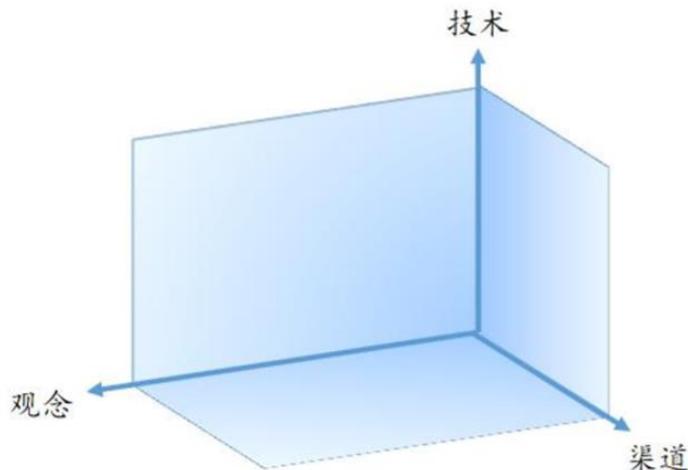
商品或品牌	例子
定制手机壳	手机壳上有自己名字、照片，对个人有特殊意义；但从供给角度看，手机壳几乎一样，只是最后喷的图片不一样。消费者更加注重手机壳对自己精神层面的需求。
自行车	90 年代，自行车消费由供给主导转向需求主导，大家选自行车时就跟今天买汽车相似，会挑品牌。但如今共享单车到处都是，人们只要它能够尽快将我车从车站送到公司，完成最后一公里即可，至于哪个牌子消费者并不关心。人们更加注重自己自身的需求是什么，至于具体是什么品牌就不再在乎了。
优衣库	日本优衣库，仅满足舒适、保暖等基本需要，不再看重品牌、价格，回归最本质需求。中国目前可能还达不到这种精神境界的提升，但日本已步入第四消费时代，正逐步向新的“供给无差别”发展。
Airbnb	Airbnb 为民宿提供了一个预定平台。Airbnb 的出现，对传统的品牌酒店形成了一定的影响。传统酒店通过标准化装修和服务，树立了自己的品牌形象。而民宿则淡化了品牌，更多的回归“住”的本源。

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.2 广义三维升级模型是消费研究的方法论

如果说“东兴中国消费时钟”是研究零售行业的价值观的话，“三维升级”模型就是方法论。任何一个消费品公司乃至整个消费行业的发展都可以从“技术”、“渠道”以及“观念”三个维度进行突破升级，所有产品或公司都可以在这个“三维升级坐标系”中找到自己对应的位置，每一个轴都会有截距，每一个截距都是特定方面的映射。即使有的公司可能绝对位置找不准，但是通过与竞品或者对手相比较，相对位置也是可以找到的。零售是所有消费品的渠道媒介，因此任何一种业态的诞生也可以在模型中找到自己的坐标

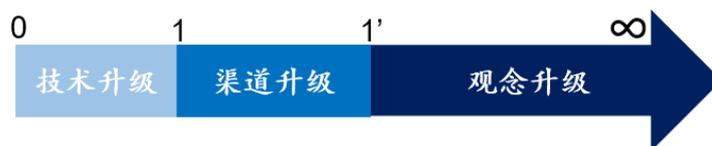
图 12：三维升级模型



资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **技术升级**：一方面是生产技术的升级，以前没有能力生产的东西现在有了，比如常温酸奶，不同功能的调味品等；另一方面是互联网的技术革命所带来的消费场景的再创造，比如 O2O 外卖。我们可以这么理解，技术升级，是革命性的，是从 0 到 1 的过程。
- ◆ **渠道升级**：一种是电商平台这样新技术的应用，开创新的销售渠道；另一种是传统渠道模式的变革，进行多样化和扁平化，使得经营效率在不断提升，比如已经进入红海的线上红利和目前最火的新零售（全渠道网络下的彼此融合）。渠道升级可以理解成为是从 1 到 1' 的过程，是一种升级的体现。
- ◆ **观念升级**：消费者对个性化、健康化、绿色化、情绪化、高端化、功能化的不同追求不断得到满足与发展。这就是新的社会矛盾中提到的“人民日益增长的美好生活需要”，是从 1 到无穷大（∞）的体现。

图 13：从 0 到无穷大



资料来源：东兴证券研究所

1.2.1 技术升级是三维升级的基础保障

技术升级在消费行业更多体现的是渠道的场景再创造，使得人、货、场、企业与消费者的关系被重新定位。在产品端的技术升级没有互联网企业那样迅猛，但是有担当的企业一直在进行新产品的探索，从而带来生产效率的提高以及消费趋势的迎合。比如在食品饮料行业，冻干技术、锁鲜技术相继出现，啤酒、白酒优质酒出酒率不断提升，冷链的发展确保低温奶种类不断提升，还有各种创新药，各类更舒服更保暖的服装等等。

技术升级的另一个体现就是社交网络的诞生。社交是人的基本属性，通过人们之间的交流进行消费，用户粘性很大。社交媒体互动性自然提高了电子商务企业内外部信息沟通的双向性，也使得电子商务企业与消费者之间、消费者与消费者之间有了更为及时、准确和高质量的沟通与反馈，从而不断优化自身产品定位和营销。

图 14：技术升级体现场景的再创造

图 15：技术升级体现在社交网络层面



资料来源：京东超市，东兴证券研究所



资料来源：钛媒体，东兴证券研究所

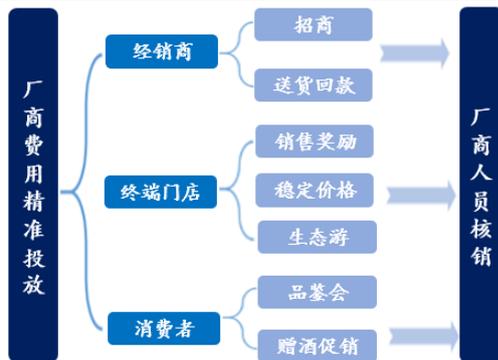
1.2.2 渠道升级不断加强企业、市场与消费者的连接

传统渠道再升级：扁平化+多样化。渠道扁平化可以帮助厂家更好的进行消费者教育、沟通、互动，更好地满足消费者的需求，进而利于企业更好的开发产品。渠道的扁平化不是摒弃经销商，其核心是重视终端，操作的手法是通过终端的精耕细作，更好地实现对经销商的服务和管理，同时也从根本上控制和驾驭经销商。

新零售：万物互联，互通有无，全新的销售模式。由以往的“线上”、“线下”以及“线上到线下”的经营模式逐渐演变到当前的“新零售”——线上、线下全渠道，互相融合的经营模式，新零售的全新业态已经逐步扩大。盒马鲜生，阿里巴巴利用自身流量入口，为投资的线下的零售企业提供入口，同时将盒马模式复制到投资的线下零售企业当中，实现全渠道覆盖，结合第三方以及自身同城物流的优势，实现全渠道融合。

图 16：“扁平化+多样化”传统渠道升级

图 17：渠道升级-新零售



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所



资料来源：搜狐财经，东兴证券研究所

1.2.3 观念升级是三维升级的最高体现

消费观念潮流：健康化、情绪化、极致化、精神化。健康化的消费趋势可以主要从食品、运动健身、健康家居用品三个大品类体现，人们对自身的健康投入更加注重。近几年来，带有原生态、有机、无添加、非油炸、纯天然等健康概念的商品销量增长迅速。消费者已经从碳酸饮料和茶类饮料过渡到了包装水、健康运动饮料和 NFC 果汁。情绪化的消费观念可以聚焦到定制化的商品，江小白的表白瓶，可口可乐的歌词瓶、台词瓶、城市瓶，让产品尽可能迎合消费者的心理需求。再看野兽派卖的已经不再是“花”，而是以花为代表的一种美好的生活理念，戴森吹出了不一样的心情。精神消费，知识付费时代已经来临，像得到、喜马拉雅等许多专门做知识服务的平台已经悄然兴起，人们在追求更高物质品质享受的同时更加注重精神需求方面的消费。

图 18：针对特定消费群体的个性化消费



资料来源：搜狐财经，东兴证券研究所

1.3 消费时钟提供理论依据，三维升级作为研究手段，探索零售该有的模样

1.3.1 消费时钟为零售变革提供理论依据

消费时钟是我们对消费行业的整体探索，上线城市的消费升级对下线城市有带动作用，品类角度看发生时间会有先后顺序，但是大体上都是符合消费时钟的运行轨迹。从消费时钟来看，中国的商品经济走过了供应短缺到供大于求到结构性短缺的不同阶段，从“洋货→进口商品→国货”、“外国制造→外国设计→中国制造→中国设计”，商业内容在不断平台整合集中化”的循环进行，不同时段有不同的效率要求。而消费时代切换之际对零售业提出了引领消费步入第四阶段，为了达到这一要求，零售企业需要进行技术、渠道、观念三个方面的革新升级。届时，零售业将能更便捷及时地为消费者提供满足其个性化、定制化需求的高品质商品。

1.3.2 三维升级是探索零售新模式的研究手段

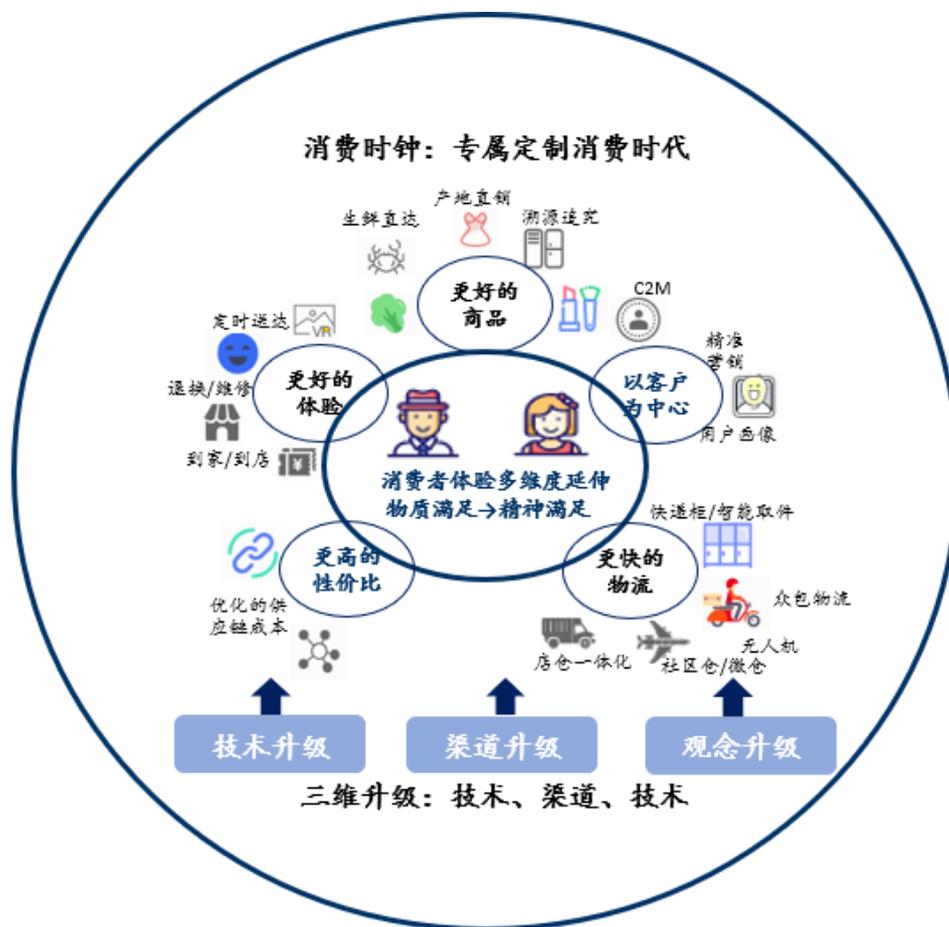
技术升级，主要是从人货场的角度，以技术为核心提升效率。回顾零售行业的技术发展，我们发现技术升级的路径存在一定的起步顺序及后续并发：先以货品管理为主（库存管理系统、单品分析、物流系统、BI等）；然后是顾客管理系统（CRM、大数据、行为识别、人脸识别等）；其后是场的管理系统（传感、路径及互动识别等）；不断并发的是人货场相互打通中台或平台系统。目前，移动互联网还只是局部解决了人货场的链接问题，而包括电子标签、RF、图像识别、智能货架、无人收银等生态化的利用还需要一个迭代的过程。但随着技术的发展，当下零售业依靠人力、复杂系统、高成本所开展的各项工作，未来都将有技术裂变的空间。

渠道升级，体现为近场化、便利化、体验化三大明显特征，使得消费时间越来越短，距离越来越近。实现渠道升级的基础，一是来自于商业生态圈的完整性，零售链路各环节都有众多玩家；二是技术革命，移动互联、智能技术和智慧商业使商业零边际化；三是业态自身的进化升级，使经营内涵和手段更加贴近时代消费主流。总结下来，我们还能发现这样的递进循环，近四十年，商业不断在经历由实到虚再到实、由少到多再到少、由廉到贵再到廉、由小到大再到小、由外到内到外等，这些都是渠道升级的背景下逐步演变的。

观念升级下，零售商从单一角色向“零售、体验、服务、配送、仓储”等多角色转变，带来消费体验全面提升。随技术和渠道升级，线上线下各业态间的界限日益模糊，服务内容更加多元，零售场景实现重构，观念升级下，零售商对自身的认知也从过去单一的线下零售角色，向“线上线下零售、体验、服务、配送、仓储”等多角色转变，零售业与服务业进一步融合，以满足消费者的吃喝玩乐需求。

消费升级的本质是观念升级，技术升级为消费升级提供了可能性，渠道升级则像触角一样在渗透，不断加大企业与市场以及消费者之间的链接。零售业三维升级以客户为中心为消费者带来更好的商品、更高的性价比、更快的物流，消费体验向效率、科技等多维度延伸，精神和追求不断得到满足。

图 19：消费时钟理论和三维升级模型下以消费者为中心全面提升“人”的体验



资料来源：东兴证券研究所

2. 零售业逐步从追赶消费升级向引领消费升级过渡

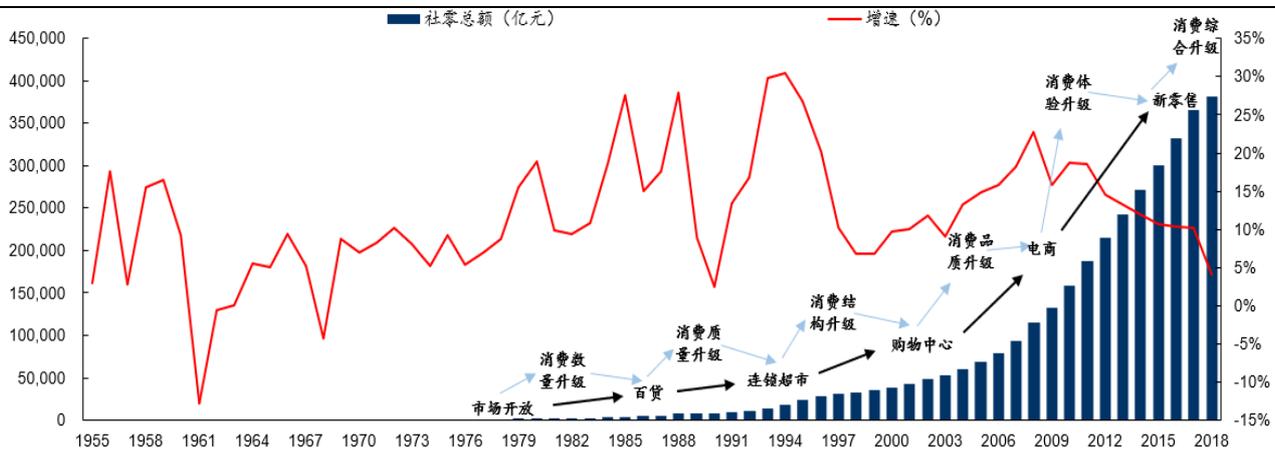
零售是指向最终消费者直接销售商品或服务，其不限于在店铺中进行，而是一种场景，为产品和服务提供消费平台。我国零售业的变迁经历了由传统零售到电商再到新零售的过程，相应地，零售业与消费升级之间的关系也逐渐从消费升级驱动业态演变过渡到新零售引领消费升级。新零售是以消费者体验为中心的数据驱动的泛零售形态，通过结合大数据、线上线下、物流，为消费者打造更好的体验，比传统零售更接近商业本源。新零售促使消费者的购物习惯不再过于强调“零售场所”，而更加关注“零售场景”，门店、办公室、社会化全渠道都可以，并致力于满足消费者“店内即时购、同城快速购、网上全球购”等全场景购物需求，从而引领消费体验全面升级。

2.1 零售是消费的载体，目前处于业态引领探索期

2.1.1 零售业百年发展史：从追赶消费升级到引领消费升级

通过回顾我国零售业的发展史，我们可以发现零售业变革逐渐从追赶消费升级转向引领消费升级。在过去，传统零售业的变革一直在追赶着消费升级的方向。在从消费数量到质量升级再到结构升级的过程中，百货、超市和购物中心等实体零售形态依次走完了从萌芽期到发展黄金期再到鼎盛期的历程。“实体将亡”下电商的出现则为改变零售变革与消费升级之间的关系提供了可能，其也是渠道升级追不上消费升级的终极体现。如果说电商时代是零售业从追赶消费升级到引领消费升级的过渡期，那么在线上线下之争持续数年后，整合行业声音、以消费者体验为中心、全渠道融合的新零售的诞生则宣告了零售业引领消费升级时代的到来。

图 20：消费升级与零售变革



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

我国零售业态的演变可分为四个阶段。新中国成立之初的 40 年，我国零售业基本被政府运营的百货所垄断，直到 1992 年零售市场对外资开放，超市、便利店、购物中心等新业态开始不断涌现，经营走向规模化和标准化。2003 年淘宝网成立，2008 年淘宝商城（天猫）和唯品会成立，电商平台从 C2C 发展到 C2C 与 B2C 并存，2016 年阿里巴巴 GMV 增速及总量远超亚马逊，网络零售进入成熟期。2017 年为新零售元年，线上巨头依托移动互联、大数据及人工智能等助推传统零售数字化升级；线下零售也通过 APP、小程序等将线下流量引至线上，线上线下融合打造全新商业模式。

表 3：我国零售业发展历程

时期	特点	特点	社零表现
1955-1992	国有大型百货主导的单一业态	新中国成立后，百货店大体上为政府运营，该阶段是百货发展的黄金期，国内密集出现大型百货商场并进入百货鼎盛时期。1986 年全国约有 25 个大商场，1.7 万余家百货零售店，从 1986 年到 1990 年，全国新建百货店数量相当于过去 35 年的总数，百货开店速度和利润增速都达历史高点。	震荡较大
1992-2008	连锁超市主导的多业态并存	各业态持续新出，经营逐渐走向规模化和质量化，连锁、合资、整合、信息化、升级等成热点。20 世纪 80 年代，“超级市场”引入中国。1992 年零售对外资开放后，超市、折扣店、专卖店、便利店、购物中心等新业态相继出现。1997 年后，大型超市开始关注生鲜经营，永辉、大润发、苏果等瞄准新业态、标准系统、生鲜能力和后台建设四大领域；随后出现生鲜超市、社区超市等多业态。	高速增长 快速回落
2008-2016	以互联网和移动互联为基石的零售革命	国有和外资共同主导，本土学习模仿的同时有超越之势，但粗放发展、零供矛盾、资源浪费、竞争力缺失等情况较严重。2003 年淘宝网成立开启 C2C，2008 年淘宝商城（天猫）和唯品会成立，C2C 发展到 C2C 与 B2C 并存，并形成自营电商。2012-2014 年唯品会、聚美优品、京东、阿里巴巴相继上市，网络零售成熟。此后，电商纵深发展，农村、跨境、社交、垂直、品质等新模式兴起。	趋势性增长
2016-2025	新零售时代	颗粒度进一步划小，实体零售集体失语，而新零售迭代速度越来越快。2016 年新零售提出，新旧业态不断融合，线上线下边界逐渐模糊。新零售每年都有新主题，如 2015 年，O2O；2016 年，拼团、到家；2017 年，智慧零售、数字化；2018 年，全渠道融合。	增幅回落

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

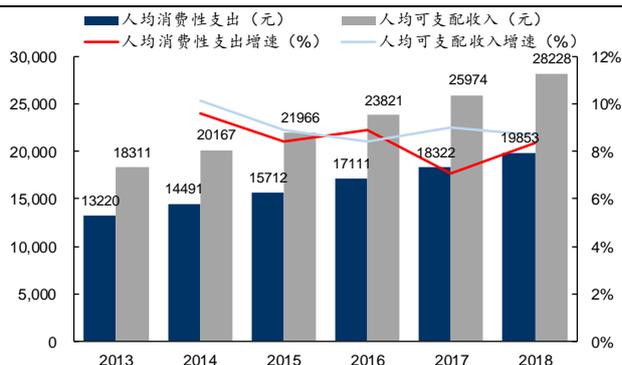
我国社会消费品零售总额继续维持高位增长，零售行业未来仍将稳定增长。据国家统计局，2017/2018 年全国社零总额达 36.62/38.10 万亿元，同增 10.2%/9.0%，剔除价格因素后 2018 年社零实际增速 6.9%。宏观经济换挡大环境下，社零增速略有放缓，但随国内居民消费能力持续提升，预计未来社零增速仍将维持略高于名义 GDP 增速水平。

图 21：社会消费品零售额名义当月同比和实际当月同比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 22：我国居民人均可支配收入和人均消费性支出



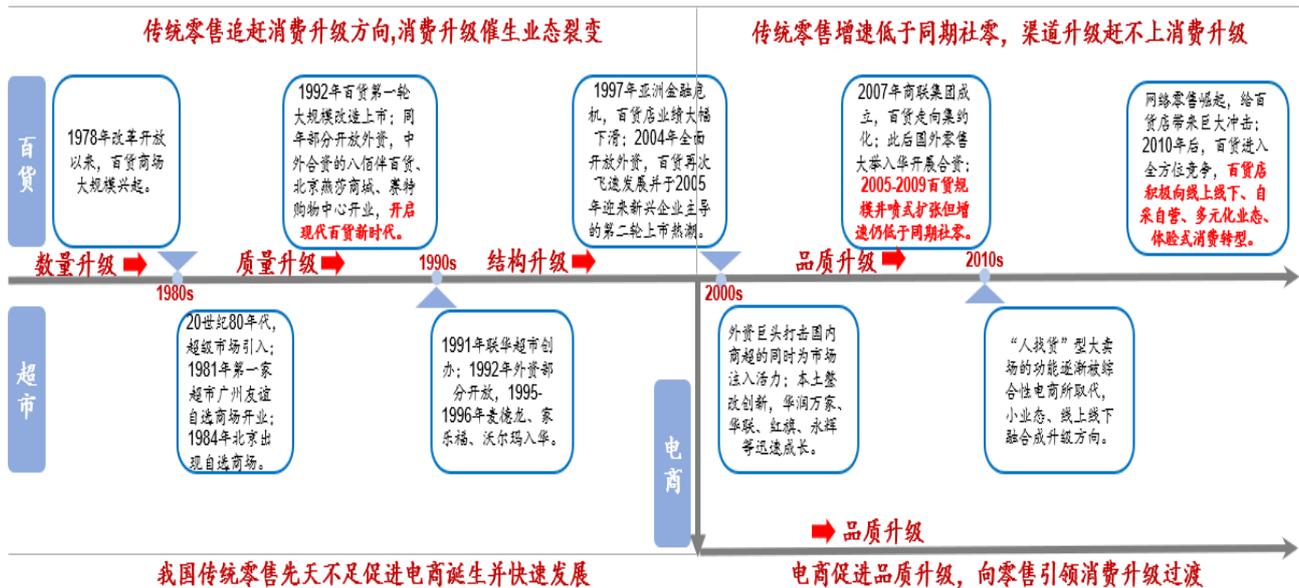
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

2.2 传统零售呈现追赶消费升级的态势

2.2.1 消费升级催生传统零售品类裂变、业态创新，但新的时代需要更新的模式引导消费

传统零售追赶消费升级的过程大体可分为两条业态演变路径来看：（1）百货、专业店和购物中心三股力量的相互裂变，从百货（综合化→同质化）→品类专业店（专业化→规模化）→集合店（综合化）→购物中心（综合化、数个专业化）；（2）超市的业态裂变，小超市（稀缺）→大卖场（综合化→同质化）→组合店、跨界店（差异化→同质化）、便利店（标准化→特色化）。从“全门类→重点门类→少量单品→场景门类→场景单品”的态势一直在循环，且明显是升级性循环，而过去的业态辉煌永远无法再现，内容随时代在调整，定位的颗粒度在细化，需求的匹配度需更精准。

图 23：传统零售呈现追赶消费升级的态势



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

- ◆ **百货（综合化→同质化）→品类专业店（专业化→规模化）→集合店（综合化）→购物中心（综合化、数个专业化）**：旧零售的基石是“廉价”、“便利”、“多选”，1978年改革开放后，工农业生产迅速恢复，城乡居民收入快速增长，推动长期以来被压制的消费需求快速释放，消费数量升级驱动百货业在80年代迎来发展黄金时期。此阶段，杂货铺满足了“便利”，批发市场满足了“廉价”，百货商店则满足了“多选”。随经济体制改革深入，消费市场基本摆脱“短缺经济”掣肘，在消费质量升级的带动下，在90年代出现了专业电脑、家电市场等品类专业店。发展到90年代末，与经济高速增长同步，我国城乡居民收入水平大幅提高，吃穿等生存型消费结构持续升级，同时发展和享受型消费占比不断上升。在此驱动下，杂货铺向便利店迭代，“便利”基础上增加“多选”；批发市场往“奥特莱斯”迭代，“廉价”基础上增加“多选”；百货店向集合店和购物中心迭代，“多选”基础上增加“廉价”，如万达 Mail、百货店+优衣库等混合业态。
- ◆ **小超市（稀缺）→大卖场（综合化→同质化）→组合店、跨界店（差异化→同质化）、便利店（标准化→特色化）**：1981年，我国第一家超市在广州开业，在80年代，超市非常稀缺且规模普遍较小，被视作能接触到高档物品的地方。1992年零售市场部分开放外资后，中国市场的消费质量升级吸引了麦德龙、家乐福、沃尔玛等一批国外卖场巨头相继入华，国内华润万家前身万家连锁、步步高前身湘潭步步高、永辉前身古乐微利等也在此带动下相拥而出，连锁发展逐渐成行业共识。大卖场同时满足了“多选”和“廉价”，折扣连锁店则同时满足了“便利”和“廉价”，目录销售同时满足“多选”与“便利”。此后，随收入水平

上升，城乡居民对粮食、蔬菜等的需求显著下降，牛羊肉、禽蛋、水产品的需求快速提高，在消费结构升级刺激下，1997年大型超市开始关注生鲜食品，随后出现生鲜超市、社区超市等多种业态。发展至今，超市开始打造将日常所需与生鲜餐饮相结合的组合店、跨界店来进一步迎合消费升级方向。

2.2.2 传统零售转型遭遇瓶颈，追赶消费升级力不从心

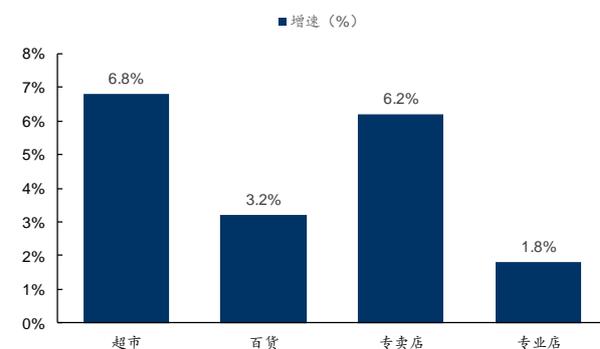
百货业增速创新低。中国百货商业协会发布的《2018-2019年中国百货零售业的发展报告》显示，2018年限额以上零售业单位中，超市、百货、专业店和专卖店四个业态增幅分别为6.8%/3.2%/6.2%/1.8%，我国百货业增长持续趋缓。据中国百货商业协会调查，中国90家百货行业骨干企业2018年销售额较2017年仅增长4.2%，增速创2014年以来新低。

图 24：我国百货销售规模及增速



资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

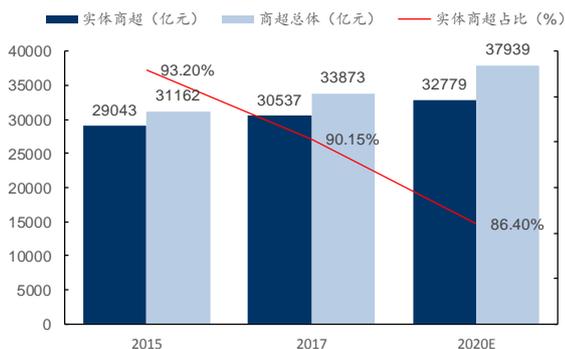
图 25：2018年我国各零售业态增速



资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

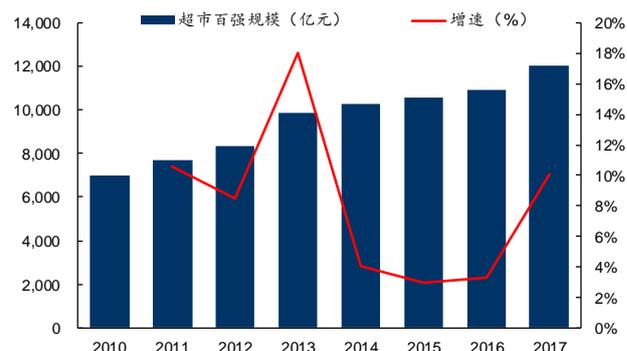
超市规模保持增长，实体商超仍有空间。据 Euromonitor 数据，2015 年我国实体商超规模 2.9 万亿元，同增 4.1%，其中，大卖场/标超/便利店规模为 0.7/2.1/0.06 万亿元，同增 5.2%/3.5%/7.6%。Euromonitor 预计 2020 年我国实体商超规模约 3.3 万亿元，2015-2020CAGR2.4%，其中，大卖场/标超/便利店规模为 0.8/2.3/0.08 万亿元。2015 年我国线上商超规模 2119 亿元，渗透率 6.8%，Euromonitor 预计 2020 年我国线上商超规模约 5160 亿元，2015-2020 CAGR 19.4%，渗透率提升至 13.6%。从增量角度来看，2015-2020 年我国商超总体规模增加 6777 亿元，其中实体商超增加 3736 亿元，贡献 55.1%，线上商超增加 3041 亿元，贡献 44.9%。

图 26：我国商超规模及预测



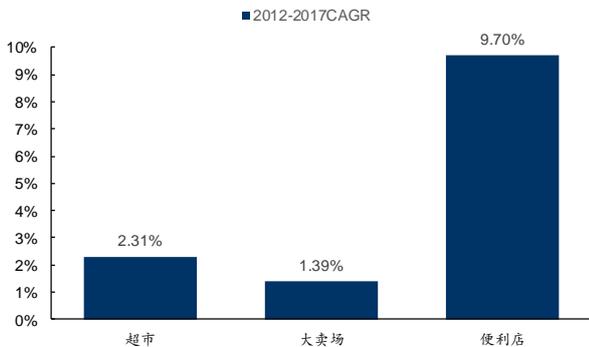
资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 27：超市百强销售规模及增速



资料来源：商务部，东兴证券研究所

便利店增速高于标超卖场，大超开店放缓而关店明显。从超市细分业态来看，欧瑞咨询数据显示，2012-2017年我国标准超市零售额 CAGR 为 2.31%，大卖场零售额 CAGR 为 1.39%，便利店零售额 CAGR 为 9.7%。据欧瑞咨询，截至 2017 年底，标超/大卖场业态零售额分别占整个零售业态的 17.1%和 5.2%，现代流通渠道虽仍以标超主导，但城镇化速度减慢的同时卖场和超市的功能正逐渐被综合性电商取代，增速趋缓。据赢商网统计，2018 年永辉、步步高、华润万家、物美、大润发、沃尔玛、家乐福、卜蜂莲花、永旺、麦德龙、百佳等前 21 家超市零售企业旗下大卖场及精品超市共开店 307 家，同比仅增长 4.78%，与 2017 年 26.84% 的涨幅相比，超市开店大幅放缓。关店方面，2018 年前 11 大超市共关店 44 家，较 2017 年仅减少 1 家。

图 28：超市各细分业态 2012-2017 零售额年均复合增速


资料来源：欧瑞咨询，东兴证券研究所

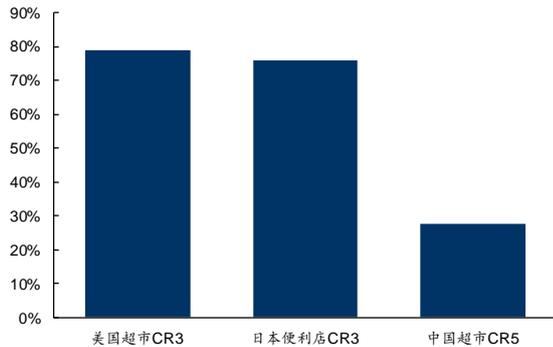
图 29：超市各细分业态零售额增速


资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

百货积极谋求转型，但核心能力提升尚待时日。目前，百货为顺应消费升级方向呈现线上线下融合、企业并购重组持续深化等发展特点。但与此同时，其转型遭遇的主要瓶颈有：（1）体量有限，无法引入更多体验服务类项目；（2）改造困难，特别是水电气增容难以解决。（3）成本压力提升，除零售业普遍存在的人力和租金成本外，还有门店调改、艺术化美陈、IP 体验营销、新技术应用所带来的成本等。（4）商品价格缺乏竞争力。百货类商品经营，传统经销代理模式仍占很大比例，中间环节层层加价，导致终端渠道商品价格偏高。

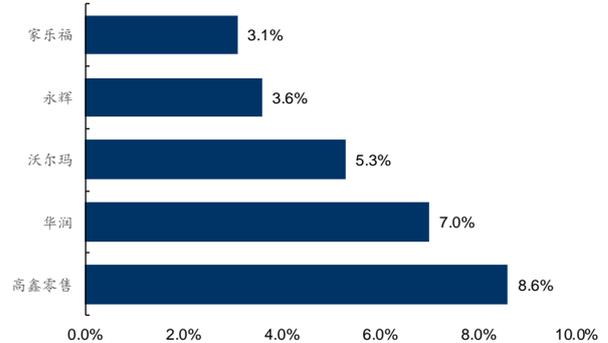
超市内资分化外资渐退，但行业集中度仍低，竞争依旧激烈。据凯度咨询，2017 年我国前五大超市合计市占率 27.6%，即高鑫零售/华润/沃尔玛/永辉/家乐福市占率为 8.6%/7.0%/5.3%/3.6%/3.1%。从细分业态看，据欧睿咨询数据，高鑫零售在大卖场业态中市占率第一，为 14.9%，其次是沃尔玛（10.6%）、永辉（7.3%）、家乐福（4.7%）；对比美国，沃尔玛占大卖场市场 84.9%，前五大卖场市占率合计 99.1%，我国超市行业集中度仍存提升空间。超市目前基本划分为以永辉、大润发、联华、物美为首的本土超市，以沃尔玛为代表的外资超市和以天猫超市、苏宁易购、京东到家为主的电商。本土超市两极分化明显，一方面本土大部分超市经营面临困难，如云南最大的天顺超市关闭全部门店，河南本土品牌九头崖超市倒闭等；但另一方面以永辉超市、大润发为代表的优秀超市龙头增长强劲。外资品牌则经营欠佳，市场份额普遍下滑，如家乐福中国被苏宁收购、沃尔玛近年市占率持续下滑、TESCO 将中国区业务出售给华润、乐天玛特退出国内多个城市等。

图 30：2017 年各国超市行业集中度对比



资料来源：凯度咨询，东兴证券研究所

图 31：2017 年我国前五大超市市占率



资料来源：凯度咨询，东兴证券研究所

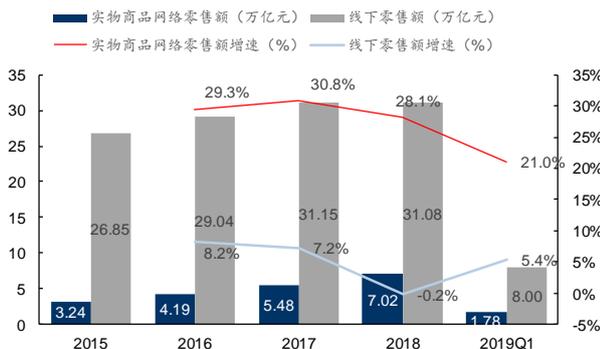
2.3 电商是零售行业中引领消费升级的过渡阶段

2.3.1 我国零售业独特发展路径促使电商迅速崛起

我国实体零售先天不足，区域间供求呈现结构矛盾。一方面，就线下实体零售人均基础设施而言，我国远落后于发达国家，另一方面，由于国内城乡差异，且各线城市发展水平悬殊，区域间供求性矛盾突出。其次，互联网的快速普及、移动支付和物流建设的不断进步是促进网络购物快速发展的根本原因，居民收入增加，居民对个性化、身份认同、人际交往等的追求也在一定程度上促进了线上消费的发展。2003 年随淘宝网成立，网络零售正式进入 C2C 时代；2008 年淘宝商城和唯品会成立，B2C 兴起，市场进入高速发展期。2010 年当当赴美上市，电商企业受资本热捧，同时，苏宁、国美等传统企业积极寻求转型，网络零售迎来爆发式增长。2012-2014 年唯品会、聚美优品、京东、阿里巴巴等相继上市，网络零售市场格局基本确定。

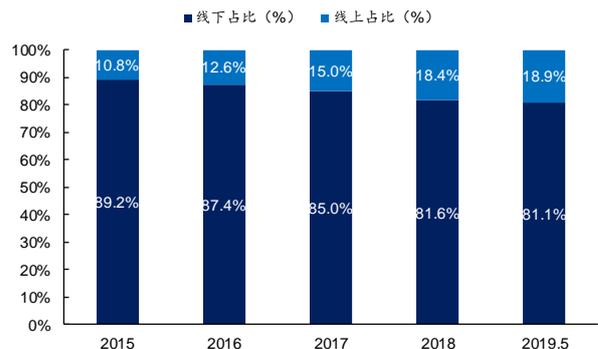
网络零售额保持较高增速，占社零比重逐年上升。相较于百货、超市等实体零售，电子商务近年来呈快速增长态势，对传统业态造成巨大冲击，顾客“分流”现象严重。据国家统计局，2018 年全国网上商品与服务零售额 9.01 万亿，同比+24%，其中实物商品网上零售额达 7.02 万亿，同比+28.1%；实物商品网上零售额占社零比重从 2015 年 10.8%持续提升至 2018 年 18.4%。2019Q1 全国网上商品与服务零售额 2.24 万亿，同比+15.3%，其中实物商品网上零售额达 1.78 万亿，同比+21%，增速远高于线下+5.4%；截至 2019 年 5 月，实物商品网上零售额占社零比重进一步提升至 18.9%。

图 32：我国线上线下零售额及增速对比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

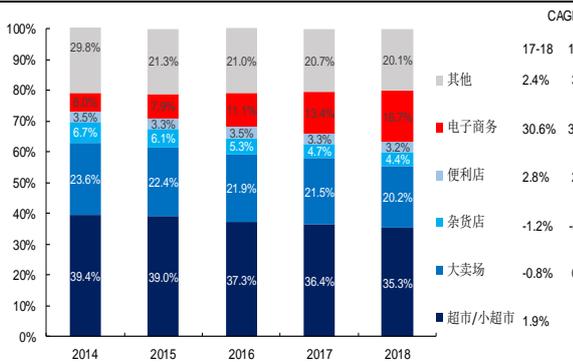
图 33：网络零售额占社零总额比重逐年提升



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

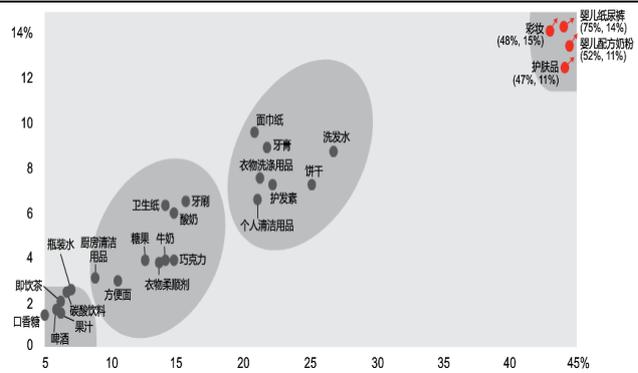
电商是快消品的主要增长渠道，渗透率和购物频率显著提高。从快消品城镇零售额各渠道占比来看，据贝恩咨询发布的《2019年中国购物者报告》，我国快消品电商渠道占比从2014年的6.0%上升10.7pct至2018年的16.7%，而便利店、超市、卖场、杂货店等渠道的占比均呈下降趋势。2014-2018年快消品电商/便利店/超市/大卖场/杂货渠道销售额CAGR分别为35.1%/2.0%/1.7%/0.6%/-5.7%，电商渠道相较于其他渠道保持高速增长。过去几年，一线城市快消品电商渗透率和购物频率达到稳定水平，渗透率稳定80%左右，年均购物频率达20次，接近于全国大卖场平均购物频次26次。

图 34：快消品城镇零售额各渠道占比及增速情况



资料来源：贝恩咨询，东兴证券研究所

图 35：2016、2018 电商相对渗透率变化

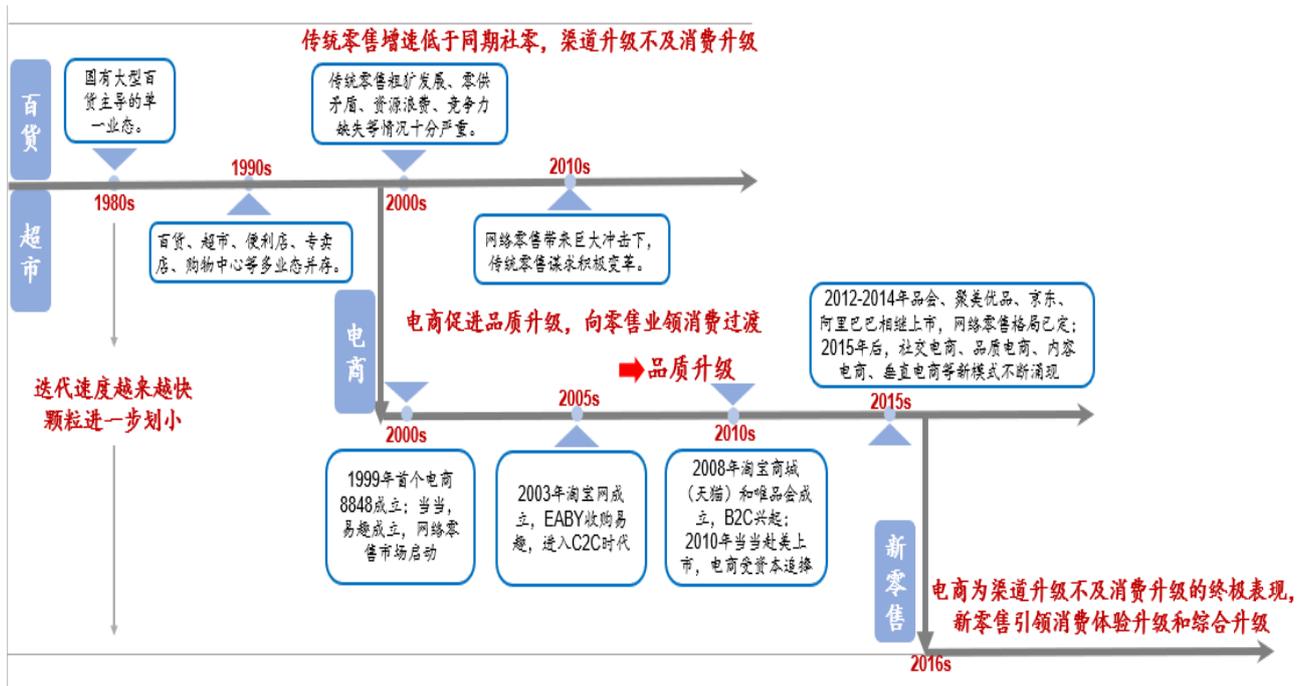


资料来源：贝恩咨询，东兴证券研究所

2.3.2 电商创新模式兴起，品质电商向引领消费升级过渡

2016年“品质升级”成为网上零售B2C市场年度核心关键词之一，在国人收入水平持续提升，物质条件极大丰富的大背景下，品质电商、跨境电商、奢侈品电商等领域的快速发展进一步促进消费者的消费诉求发生明显转变，从单纯追求商品数、商品功能为核心的消费诉求转向更加追求生活品质及消费体验。**电商成为零售业引领消费升级的过渡阶段。**

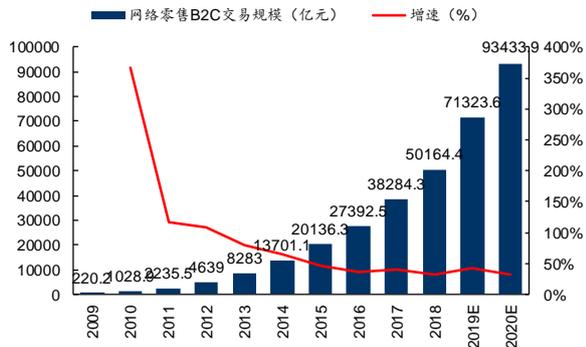
图 36：电商为零售引领消费升级的过渡阶段



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

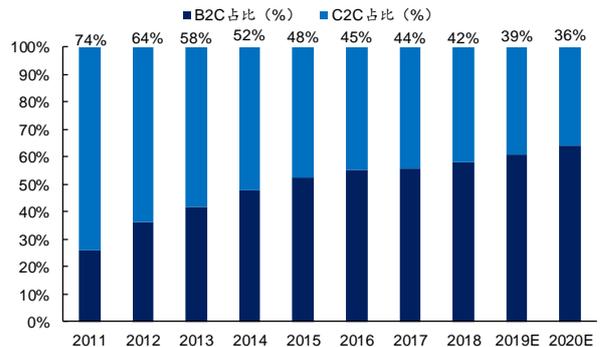
我国电商行业目前呈现综合电商为主，其他电商为辅、一超多强的竞争格局。据易观智库，2018年全国网络零售B2C交易规模达5.0万亿元，同比+31%，2018年天猫和京东两大巨头网络零售B2C市场份额合计达85.1%；2019Q1网络零售B2C交易规模达1.2万亿元，同比+24%，2019Q1天猫、京东、苏宁、唯品会等综合电商网络零售B2C市场份额合计高达95.7%。

图 37：我国网络零售 B2C 市场交易规模及增速



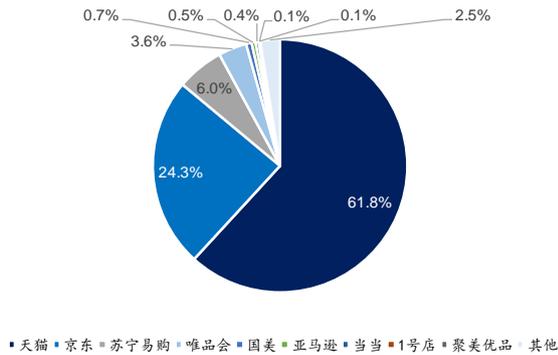
资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 38：我国网络零售市场组成结构



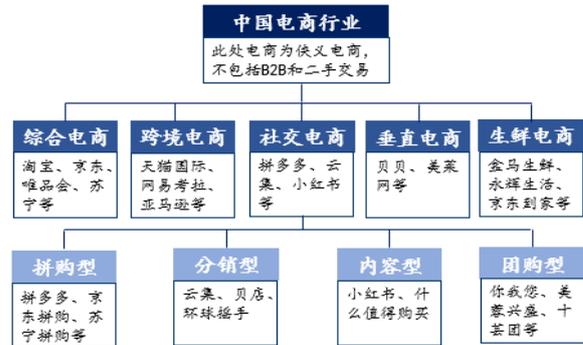
资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 39：我国网络零售 B2C 市场交易份额



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 40：电商细分品类迭出



资料来源：亿欧智库，东兴证券研究所

网上零售细分业态不断丰富，促进消费升级。随网络购物日益成熟，各家电商除继续扩充品类、优化物流及售后外，新玩法层出不穷，如发展农村电商和跨境网购、瞄准母婴、家装等领域深耕垂直电商。从 2012 年微商、2013 年淘宝扶持网红电商、2014 年 O2O、2015 年社交电商、2016 年拼团、2017 年直播电商、2018 年短视频带货，电商的核心驱动力也逐渐由流量向转化率和客单价再向客户粘性和复购率转变。

图 41：电商创新模式不断兴起，促进消费升级



资料来源：亿欧智库，东兴证券研究所

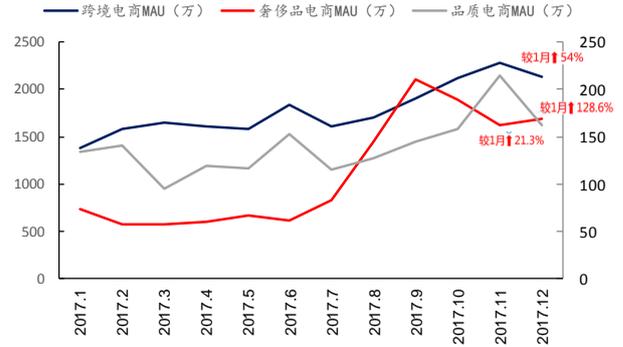
品质电商、跨境电商及奢侈品电商等领域快速发展促进品质升级。随着国人收入水平的持续提升，物质条件极大丰富，消费者的消费诉求发生明显转变，从单纯追求商品数据、商品功能为核心的消费诉求转向更加追求生活品质及消费体验。品质升级成为 2016 年网上零售 B2C 市场年度核心关键词，品质电商、跨境电商及奢侈品电商等领域快速发展进一步激发了消费者对消费品质的诉求。

图 42：品质消费成为网络零售 B2C 市场年度关键词



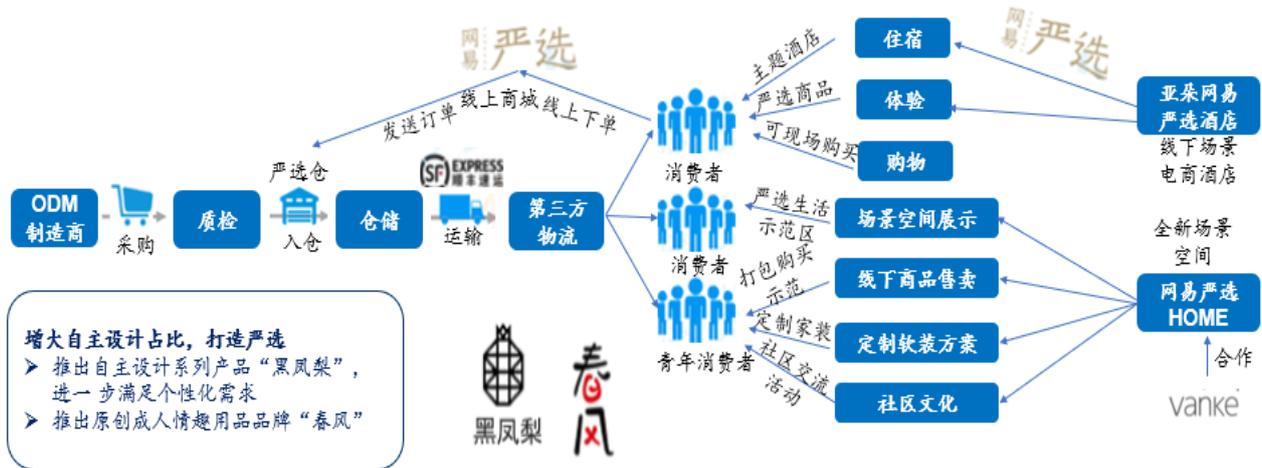
资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 43：跨境电商、奢侈品电商、品质电商 MAU 上升



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 44：品质电商网易严选引领品质升级：以自营 ODM 模式保证优质低价，并不断进行线下场景拓展提升消费体验



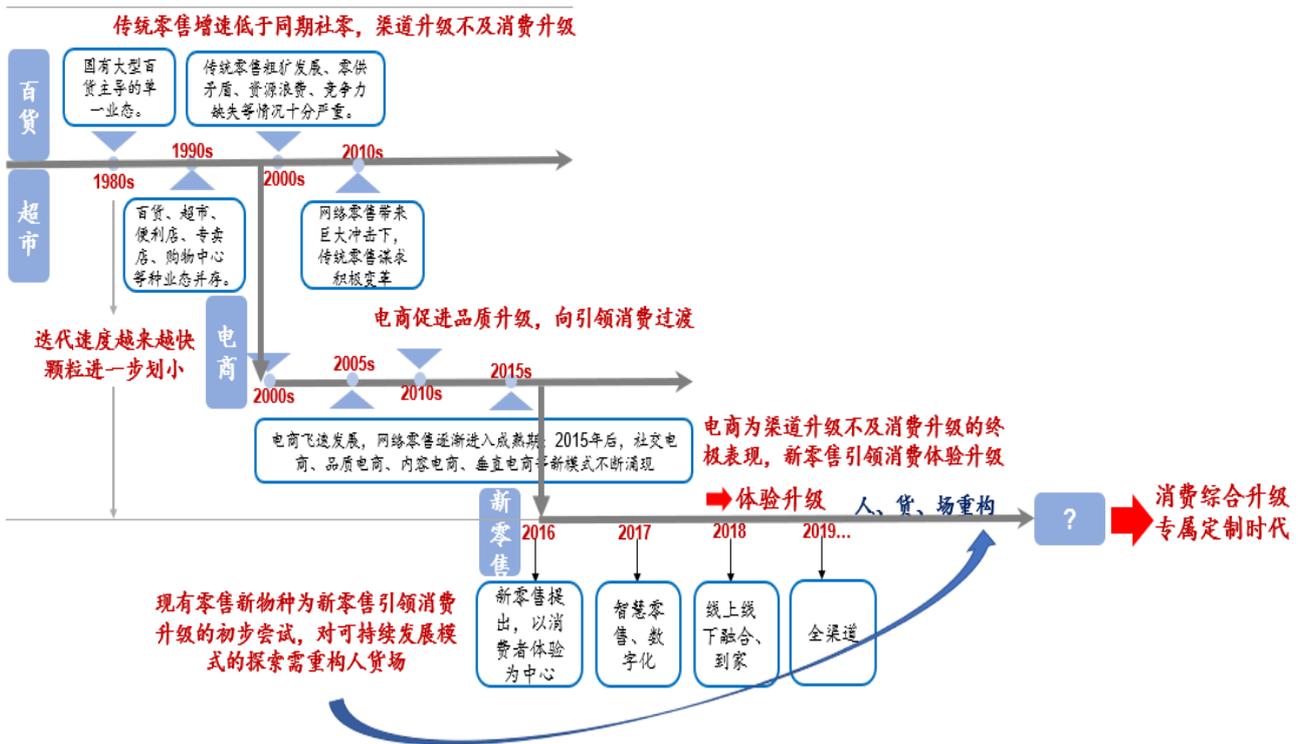
资料来源：易观智库，东兴证券研究所

3. 新零售将引领消费升级方向，人货场重构探索行业可持续模式

经历传统零售追赶消费升级失败和电商促进消费升级的过渡后，2016 年底，新零售的提出使得线上线下、新旧零售的争论归于统一，数字化成为基础设施，全渠道成为基本认知，消费者体验成为行业核心，而这一过程今天还在继续，因为巨大的存量换装还需要一个资金投入和成本消化的过程。新零售具备三大特征，即以消费者体验为中心，重构人货场；零售二重性，完全数据化；零售物种大爆发，催生更多服务形态。2012 年之后，实体零售集体失语，而新零售每一两年都有主题，迭代速度越来越快，O2O、跨境、小业态、平台化、社交、分享、链接、智慧、无人、全渠道等无不引领消费朝体验式、综合化的方向不断前进。

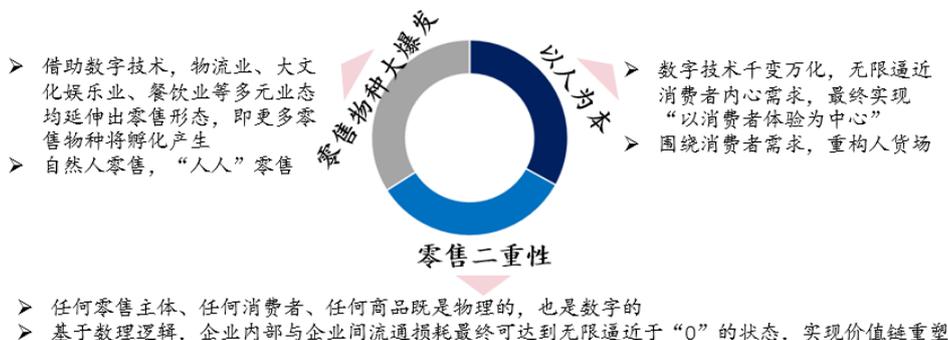
根据消费时钟理论，新零售将引领消费升级方向，但目前资本对其商业模式、业态的探索进入瓶颈期。我们结合消费时钟理论和三维升级理论，试图为行业描绘未来零售业态的画像。

图 45：新零售引领消费升级方向



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 46：新零售三大特征



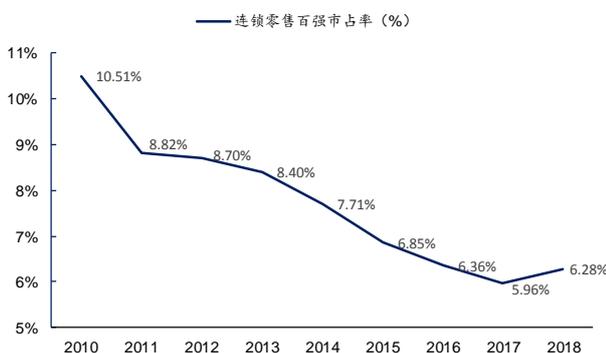
资料来源：阿里研究院，东兴证券研究所

3.1 电商、实体回归零售本源，创新、融合落地不断加速

3.1.1 零售业集中度和整体效率低，行业亟待转型升级

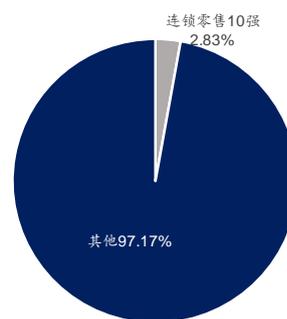
目前我国零售业行业集中度低，尚未形成全国垄断性龙头。不同于日韩和欧美，我国零售业起步晚，行业集中度较低。据国家统计局，2018 年我国社零总额 38.10 万亿，限额以上零售业企业销售额 13.01 万亿，市占率 34.15%。据中国连锁经营协会，2018 年前 10 连锁零售企业销售额 1.08 万亿，市占率 2.83%；百强连锁零售企业销售额 2.39 万亿，市占率 6.27%，且连锁百强市占率呈下降趋势，从 2010 年 10.51% 下降至 2018 年 6.27%。据美国零售协会发布的全球 250 强零售商数据，前 150 强企业中，美日分别有 51 家和 11 家企业入围，占比分别达 34.0% 和 7.3%，欧洲代表地区英法德也均有 10 家企业入围，而我国大陆仅入围 4 家。

图 47：连锁零售百强市占率呈下降趋势



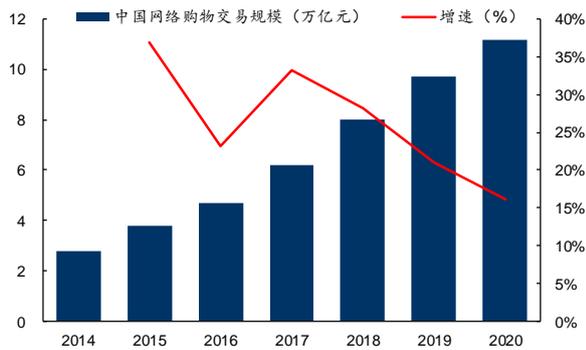
资料来源：国家统计局，中国连锁经营协会，东兴证券研究所

图 48：2018 年连锁零售 10 强市占仅 2.83%

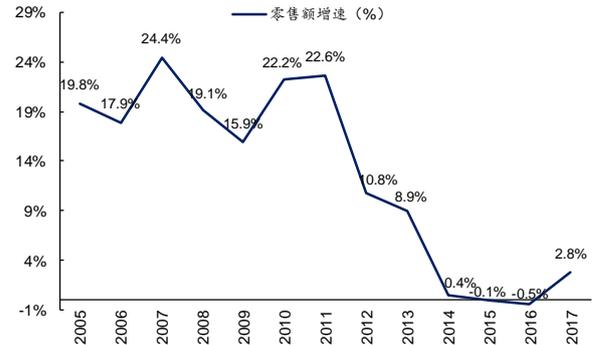


资料来源：国家统计局，中国连锁经营协会，东兴证券研究所

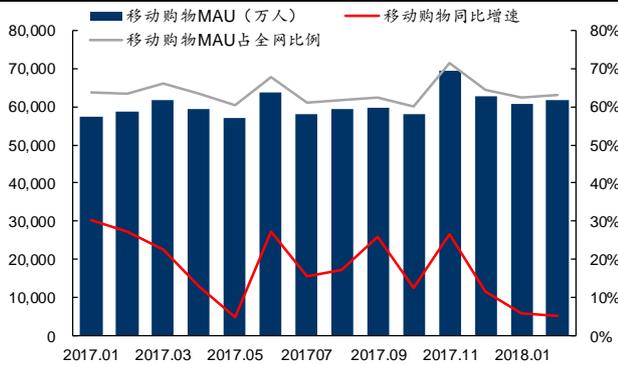
传统电商获客成本攀升，线下零售业绩持续下滑。经过近 20 年高速发展，据艾瑞咨询，2018 年中国网络购物交易规模达 8 万亿元，同比+28.2%，但增速已明显放缓，艾瑞预计 2019 年网络购物交易规模增速将进一步放缓至 21%。2017 年以来，我国移动购物 MAU 始终维持在 6 亿左右，同比增速已降低至个位数，以天猫、京东、唯品会为代表的传统主流电商用户增速已持续放缓至 20% 以下，且 2018 年淘宝、京东两大巨头获客成本均已超 300 元。与此同时，2011 年后，中国百家大型零售实体企业销售额增速持续下滑，2015 与 2016 年甚至出现负增长。传统电商获客成本攀升和线下零售实体业绩不断下滑反映了我国零售业目前整体效率低下，行业亟待转型升级。

图 49：中国网络购物市场增速放缓


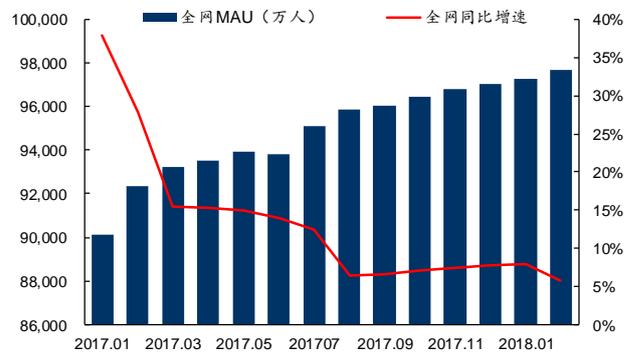
资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 50：我国百家大型零售企业销售额增速呈下滑趋势


资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 51：移动购物 MAU 维持在 6 亿左右


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 52：移动互联网 MAU 增速放缓


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

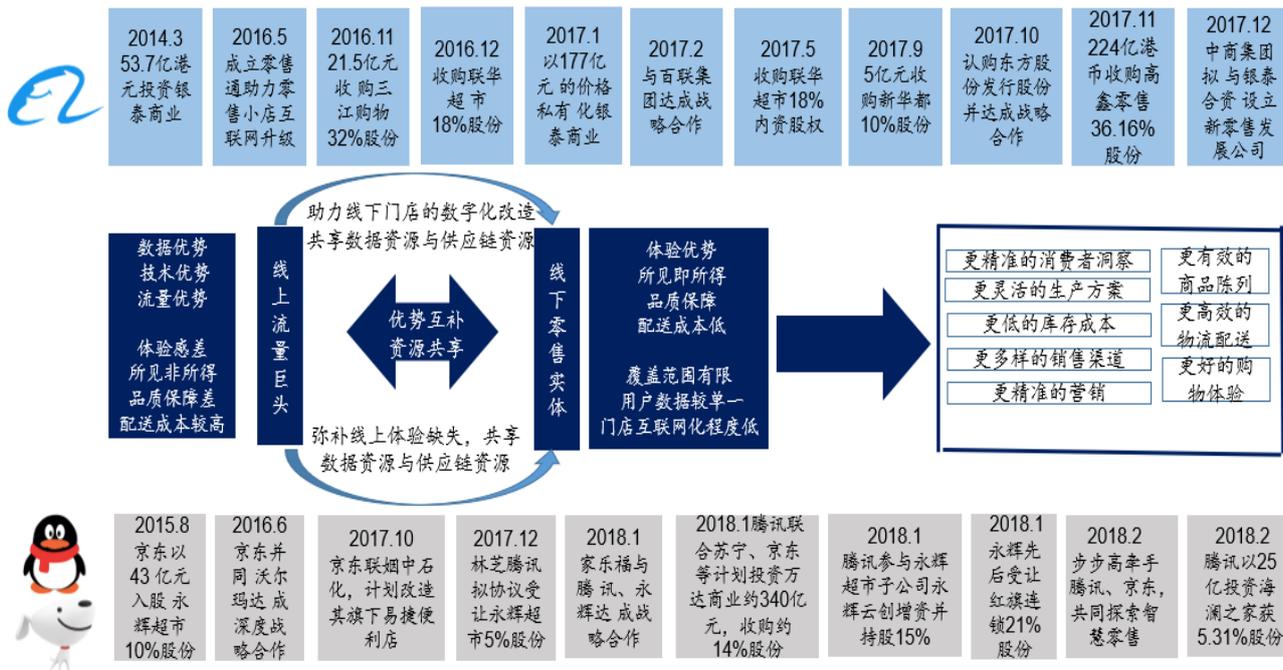
3.1.2 流量巨头与零售实体全渠道加速融合

目前，我国网络零售市场已进入平稳增长的成熟阶段，线上零售企业要想获得更多新用户需要付出更高的成本，线上零售企业间的竞争由增量扩充进入到存量挖掘阶段；同时我国实体零售企业运营成本也在不断上升，且单店客流量不断下滑，行业亟待变革。线上获客成本的提升与线下业绩的下滑，使线上、线下零售企业更加重视商业本质的回归，加速开启创新、融合之路。

就具体实现形式而言，线上线下融合主要有三种形式：（1）基于消费体验重构的融合，该类融合侧重通过结合互联网运营模式实现消费者到店体验的优化，如盒马鲜生、7FRESH、小米之家；（2）基于消费场景延伸的融合，主要体现为最后一公里配送以及线上预约门店自提，其意义主要在于打破消费者进行交易与取得商品的空间限制的同时，满足消费者对即时性的需求，如京东到家；（3）基于供应链效率提升与渠道下沉的融合，主要体现在对传统线下门店的零售赋能以及与对品牌商的零售赋能，如阿里零售通赋能全产业链。

◆ **电商：**电商下半场的到来使线上零售巨头全面发力实体零售寻求破局之道，弥补线上体验短板。从 2016 年起，各大电商纷纷依托移动互联、大数据及人工智能等技术，助推传统线下零售实体的数字化升级，并利用自身巨大流量赋能线下，同时主导自有品牌实体零售店迅速落地运营，围绕零售业态的线上线下融合进行全场景布局，无人值守便利店、“零售+场景”等被广泛推行。

图 53：线上流量具体赋能全产业链



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

- ◆ **超市企业普遍采用“自建+合作”方式搭建线上线下融合 O2O 销售平台。** 自建主要包括 PC 端官网、第三方商城、移动端 APP 以及微信公众号等。目前大部分上市超市企业已经对线上业务进行了布局，如永辉推出永辉微店和永辉生活、高鑫零售布局飞牛网、步步高推出云猴全球购等。合作主要体现在线下超市与拥有流量优势的电商平台进行合作，双方凭借各自的优势，进行渠道、供应链、物流等共享，如永辉及三江超市入驻京东到家，沃尔玛与 1 号店（后被京东收购）开展全面合作等。
- ◆ **百货对电商理性看待叠加经营成本趋高加速线上线下深度融合。** 为推进全渠道发展，部分传统百货如王府井、茂业百货、重庆百货、银泰百货等自建电商平台。如新世界试点推出“新闪购”网上商城，组织爆发及特惠网上商品，在线下单，线下提货；百联、欧亚等提供自设到家服务。另一部分则借助电商巨头发力线上，与京东到家、饿了么等生活服务平台合作，推进门店数字化，以消费者为核心积极拓展全渠道销售。如阿里银泰开展战略合作；天虹联手腾讯形成“虹领中 APP+天虹微信+虹领中 PC 端”全渠道模式，开发快速买单小程序和智慧停车小程序；腾讯、京东入股步步高，三方共同发展智慧零售和无界零售。2018 年 4 月步步高开业首家样板店汇集支付、导航、精准营销和 O2O 等领域，“步步高更好购”小程序实现顾客全方位运营。截至 2019 年 1 月，步步高数字化会员达 500 万，新客占 63%，“步步高更好购”小程序日活超 10 万。

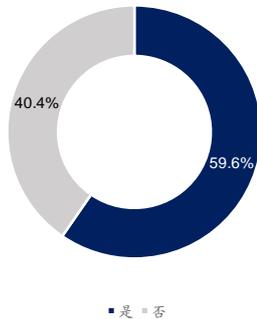
表 4：10 家主要百货企业全渠道方案

企业名称	名称	全渠道方案	备注
百联集团	百联	PC+APP+公众号	电商平台
	百联到家	小程序	到家服务
重庆商社	世纪购	PC	电商网站

	欧亚 e 购 (欧亚微店)	公众号	电商平台
长春欧亚	掌尚欧亚 (欧亚到家)	APP	官方购物网站
	欧亚会员	小程序	会员服务
武汉武商	武商	PC+APP+公众号	公众号为百货咨询平台
	武商超市扫码购	小程序	-
王府井	王府井百货	公众号+小程序+天猫旗舰店	-
大商股份	天狗网	APP+公众号	-
	如意购	PC	-
北国人百	掌尚北国	APP+公众号	-
	红领巾	PC+APP	-
天虹商场	天虹	公众号+小程序	小程序为自助买单、到家、停车服务
银泰商业	银泰网	APP+公众号+小程序+天猫精品旗舰店+喵街+支付宝生活号	公众号和小程序主要为信息服务,各个趋于不同,喵街为银泰官方指定 APP
烟台振华	振华百货	公众号	电商平台

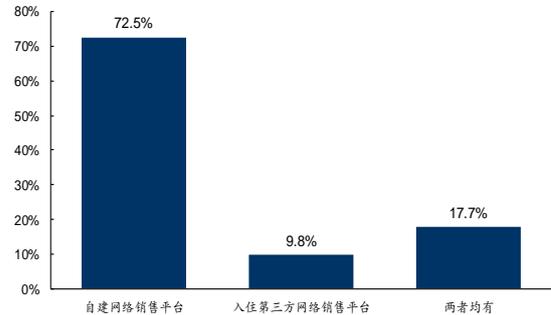
资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

图 54：百货店开展电子商务情况



资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

图 55：百货店电子商务模式占比



资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

3.2 新零售将引领消费升级方向，盈利仍为目前首要任务

3.2.1 线上求效率，线下重服务，新零售闭环带来极致化体验

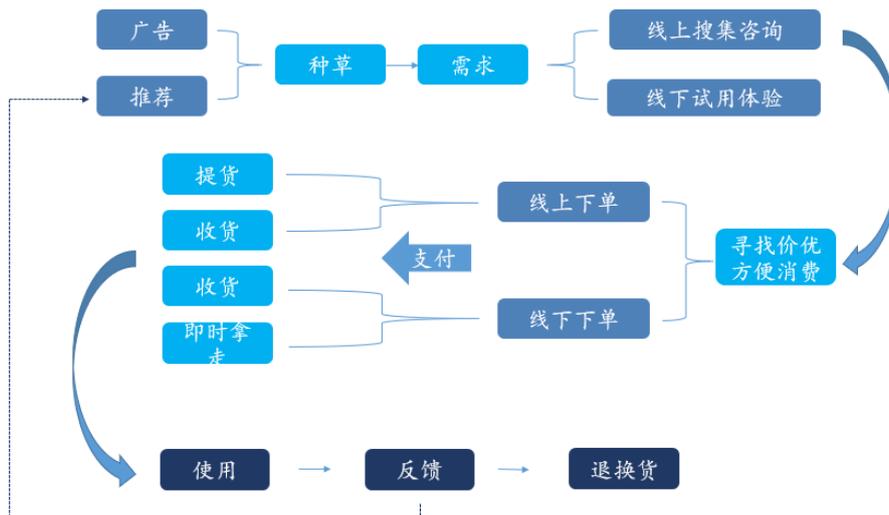
原来零售实体和线上电商是对立的，是一个此消彼长、互斥的业态，所以过去十几年零售实体企业的份额不断被电商所侵蚀。但现在发现，在消费升级大环境下，90、00 后更加注重个性化、场景化的消费体验，而线下的实际感知、场景化的体验式服务无法简单用线上替代，但线下的效率却远不及线上，因此传统零售和线上电商彼此间融合逐渐加深，新零售整合线上线下带来用户体验提升。

线上线下合力形成从“种草”到“反馈”的新零售消费闭环。线上与线下深度融合后，线下门店可与消费者直接接触，通过为顾客提供良好的服务和体验为线上电商获取流量，对线上消费形成支撑；线上电商则可根据获取的用户数据实现商品与消费者的精准匹配，为消费者节省时间提升效率的同时，能为线下门店提供全方位指引，改善商品品类，进一步增强用户体验，建立消费者对品牌的认知。如此反复，形成良性循环。

新零售能为消费者提供全方位的信息渠道和消费场景。从广告和推荐开始，商家试图种草消费者，使其对产品形成需求欲望。消费者既可线上高效率搜集产品的全面信息，也可通过线下专柜进行试用体验；货比三家

后，寻找性价比最高且方便快捷的消费方式。消费者可选择线上支付购买，然后线下门店自提或享受送货上门服务；也可选择线下支付购买，即时带走或者享受到家服务。消费者使用产品后根据消费体验进行反馈，若体验良好，那么部分消费者会进一步推荐给其他消费者；若产品存在问题，那么线下可提供维修、保养、退换货等服务。

图 56：“线上+线下”新零售消费流程图



资料来源：东兴证券研究所

3.2.2 目前的零售新物种为初步尝试，探索可持续发展模式需重构“人、货、场”

现有零售模式下，传统实体零售基础设施建设脚步依旧缓慢，线上购物增长主要依赖用户流量获取和转化，无论线上线下都引领消费升级；另一方面，国内消费升级引发需求结构性变化，零售商只有主动变革，把握行业方向，才不会被时代所淘汰。因此，零售新物种产生具备必然性。长期来看，新零售必将通过品质升级和便捷式体验满足用户需求，引领消费回归本质；但目前，以特定垂直品类切入，经供应链提效、渠道融合、业态创新、数据化驱动等环节重塑的各种新零售业态为新零售引领消费升级的初步尝试，其盈利模式有待验证，而对可持续发展模式的探索需要我们对新零售中最为重要且被反复提到的“人、货、场”进行重构。

图 57：现有零售新物种

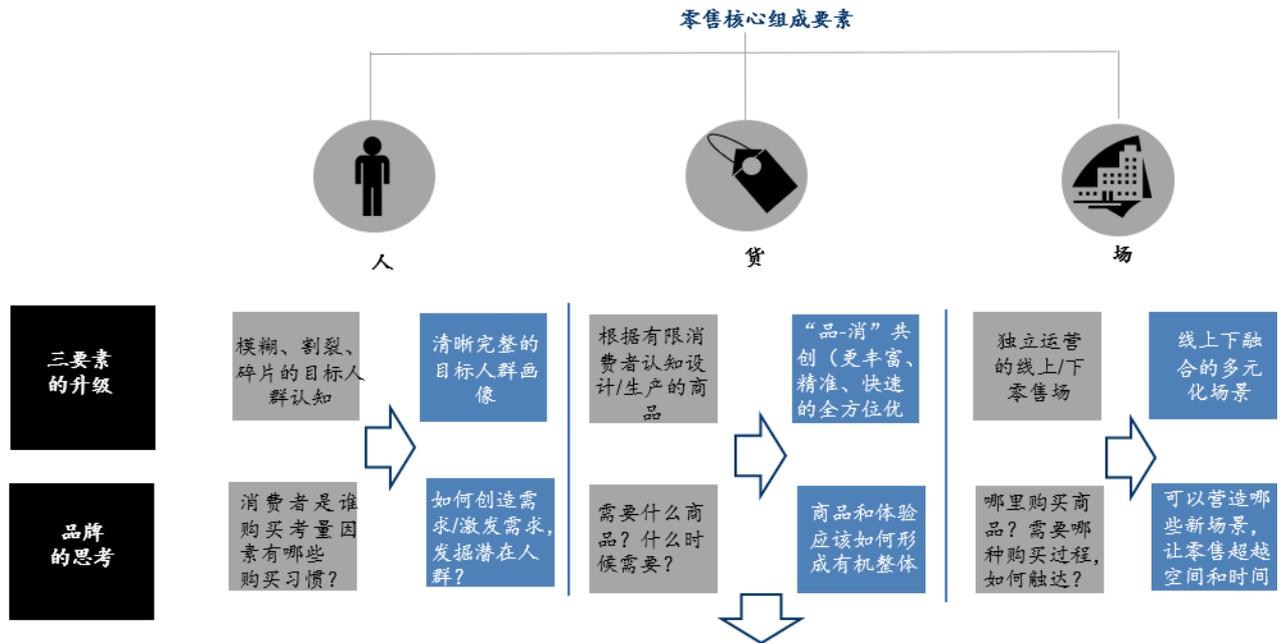


资料来源：阿里研究院，东兴证券研究所

3.3 人货场的变化：过去 vs 未来

“人”指消费者，“货”指商品和服务，“场”就是消费的场所或场景。自马云提出“新零售”概念后，人、货、场就成为决定商业模式能否跑通、能否带来真正效率和投产比的三个关键要素。如今新零售进入深水区，更多是存量改造，“人、货、场”各元素间的匹配和提效是非常重要的。过去的零售是“场货人”，现在的零售是“人货场”，新旧商业核心主体“人、货、场”没有变，但其底层内核被刷新。“人”从消费者升级到用户、“货”从标准工业品升级到个性化产品、“场”则从卖场升级到场景。

图 58：人、货、场的重构



在新零售的环境下，品牌被赋予了更多的增长机遇，进入了品消共创的时代；但品牌之间的竞争也进一步升级加码

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

3.3.1 “人”的变化：消费者需求的变化趋势是便利、品质、实惠、独特、感动

以人为本无限逼近消费者真正需求。新零售的核心诉求是无限逼近消费者内心需求，在任何场景下都能智能化推送消费者所需要的信息。在以消费为核心的消费者主权时代，所有的商品、交易与服务都将进行以人为本的重构。货的供应由人的需求决定，场的配置围绕货的特点改造。

数字化用户运营提升体验。顾客与商家的关系分为三种，即随机关系，顾客买完即走，商家也难联系到顾客；弱关系，通过短信、微信等方式联系顾客；强关系，即商家与顾客间建立通道，商家可随时随地触达消费者。针对这三种顾客，商家需要懂得通过小程序——随机顾客、微商城——普通会员、APP——超级会员将顾客全面数字化，为顾客带来更好的体验。

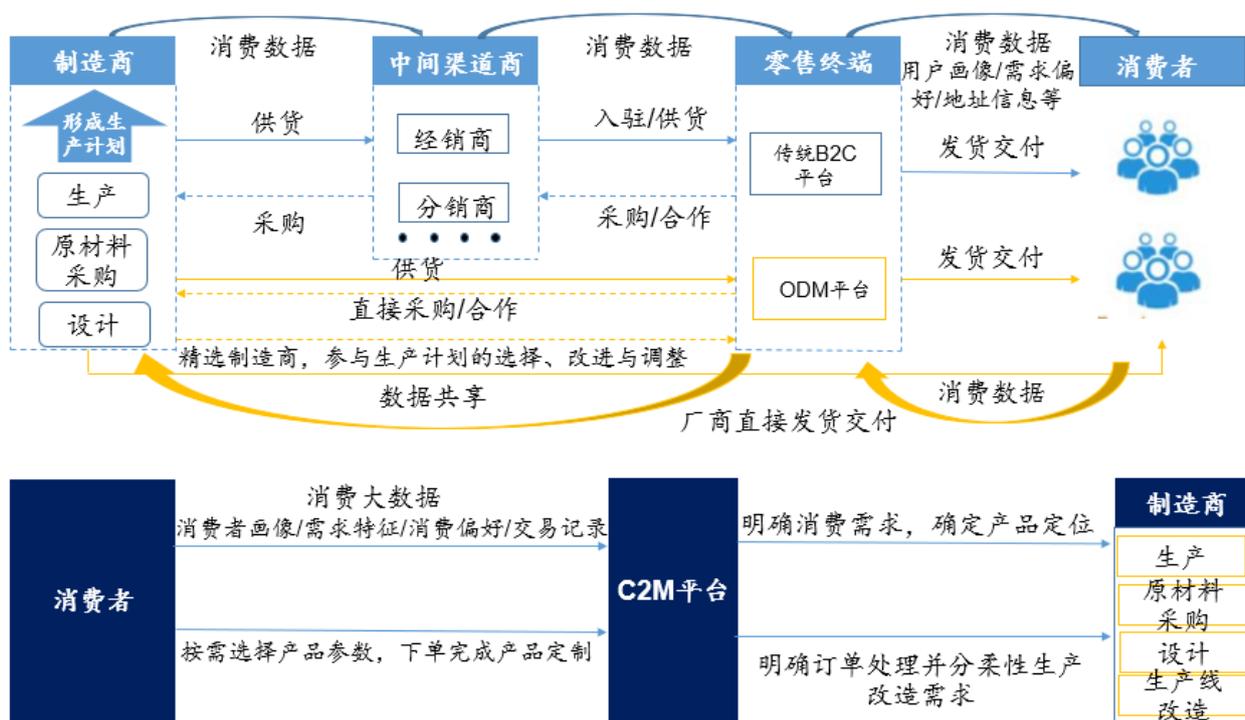
3.3.2 “货”的变化：需求反向驱动供给，柔性生产，个性化定制

货的变化重点体现货权、货期和货品属性三大方面。（1）货权的变化：传统零售商家都是卖店铺内的现货，无法满足消费者的个性化需求，而新零售商家既可以卖自家货，也可以卖他家货、公共货。（2）货期的变化：

传统零售只卖现货，新零售背景下，商家还可提供现货、预售、定制等需求，优化库存与商品品质。(3) 货品属性的变化：消费者不再只是简单购买商品，而是需要商家提供一体化服务，即购买到生活解决方案，包括实物商品、虚拟商品、服务商品等，课程、知识也可以是商品。

新零售以顾客为中心，将“商家卖什么”转变为“顾客要什么”，以此进行供应链重塑。重构货就是打破产品品种及品类边界，优化重组商品与服务的产业链，形成为顾客创造更好生活的解决方案。大工业时代奉行的商业法则是，大生产+大零售+大渠道+大品牌+大物流，为的就是无限降低企业的生产成本。但现在，随经济和生活水平持续升级，价格已不再是第一要素，消费者对个性化的需求日益强烈，大众化消费时代将进入到小众化消费时代，商品趋于个性化，并赋予其更多的情感交流。也就是说，从生产的源头开始，“人”的需求，会被更好地满足。

图 59：ODM、C2M 与传统 B2C 模式对比



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

零售商需依托大数据，对顾客进行精准分析及需求描绘。以 ODM 模式为例，ODM 平台直接与精选出的大牌制造商对接，制造商负责设计与生产，ODM 平台负责采购、品控、物流、销售及售后等环节，并将消费大数据反馈给制造商以调整、优化生产制造。ODM 模式有利于加强对上游产品品质和成本的控制，将品牌溢价及中间流通环节产生的费用让渡给消费者及制造商，使得消费者能够购买到更物美价廉的商品。C2M 模式与此类似，C2M 平台通过消费大数据分析或消费者产品定制订单精准把握消费需求，确定产品定位，引导制造商的研发、设计、生产及库存安排，以提供更满足消费者个性化、定制化需求的高品质商品。

3.3.3 “场”的变化：场景多元化、无处不在

当商家将消费者聚集起来，根据需求为其提供相应商品和服务后，场的形态将完全改变。消费者既可线上购买，也可到店购买，既可到店消费，又可享受到家服务，消费场景多元化。新零售时代的消费者，其购物习

惯不再过于强调“零售的场所”，更多在于“零售的场景”，即在哪里买东西不是最重要的，门店、办公室、社会化全渠道都可以，重点是要满足消费者“店内即时购、同城快速购、网上全球购”等全场景购物需求。

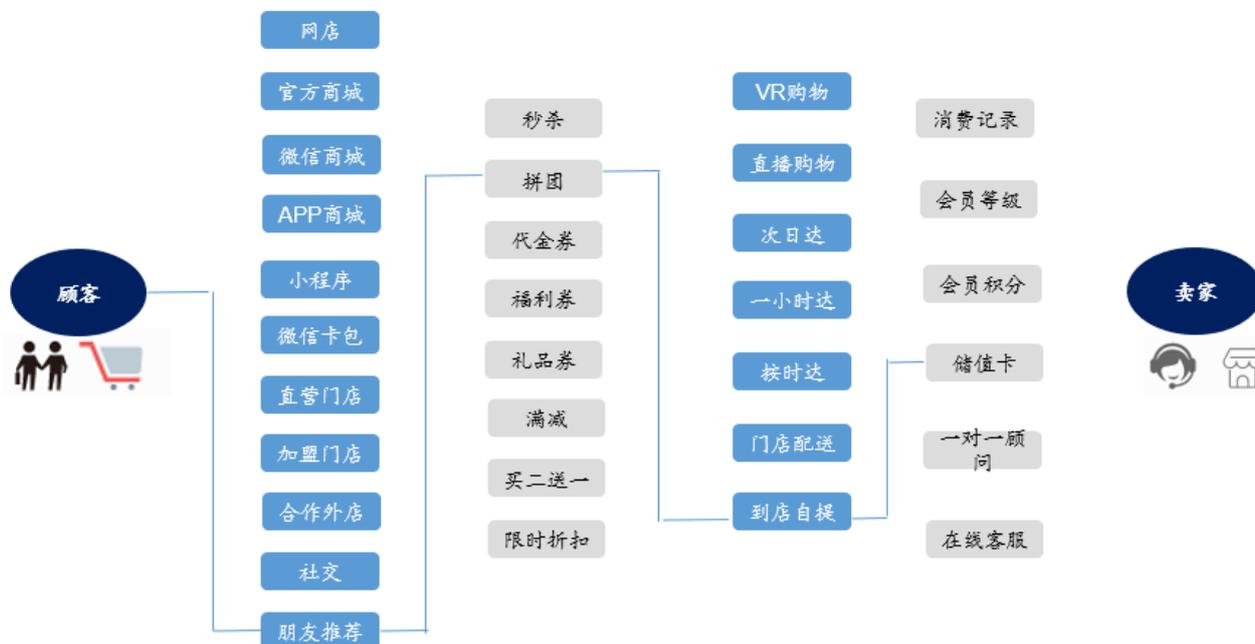
图 60：线下+移动+PC



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

品牌与用户的触点，或者说消费场景，实现了量级式爆发增长。门店、电商、移动、电视等使得渠道更加多元，消费者基本实现随时随地购物，可以说，只要有屏幕和网络的地方，都可达成商品交易。未来，随 AR/VR 技术进一步成熟发展，消费场景将实现真正的无处不在，所见即所得，这也将极大提升“人”的消费体验。零售场景也从过去单一的线下零售角色，向“线上线下零售、体验、服务、配送、仓储”等多角色转变，零售业与服务业进一步融合，以满足消费者的吃喝玩乐需求。

图 61：消费场景多元化



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

3.3.4 过去是场-货-人，现在和未来是人-货-场

传统零售是场货人，即先找店铺，然后进货，再通过传统营销将商品销售给消费者。在商品供应有限的年代，卖场按类目区分，货物固定在相应类目的卖场出售，消费者根据自身需求前往卖场购买所需商品，技术含量低，这是之前做生意的规则，在商品难买的时候这个规则是适用的。在传统零售时代，即“场货人”时代，“场”占据核心位置，唯有争取到商场的黄金位置，所谓品牌才能在商品的汪洋大海中脱颖而出。

在以大数据为前提的互联网新零售时代，我们以“人”为本，“人”成为最关键的因素。新零售是人-货-场，即以顾客需求为本，商家与顾客间建立联系通道，商家通过大数据研究精准了解顾客需求，这也是新零售的核心诉求，即商家无限接近消费者内心需求，满足消费者任何时间、任何地点、任何方式接触商品的需求。

图 62：过去的场-货-人与现在的人-货-场



资料来源：东兴证券研究所

3.4 零售是场，场的重构来自人和货的重构

3.4.1 人的重分类：效率 vs 性价比 vs 体验

从人的消费要求来看，基本可分为效率、性价比和体验三个方面。比如一二线城市的上班族更加注重效率，一线、新一线的中高收入群体看重消费体验，而老年人和三四线人群则会优先考虑性价比。年龄和地域是产生不同消费特征的主要原因。

- ◆ **从年龄的角度来看：**95 后刚入职，受收入所限，消费力处于起步阶段，他们出生和成长在互联网时代，即所谓的数字原住民，自我意识强烈，多为颜值派，冲动消费且敢于创新。80/90 后是千禧一代，占总人口 25%，现已成长为职场主力，小有积累且消费观超前，是绝对的消费主力。他们成长在互联网时代，也是在中国经济腾飞中成长的一代，未来 5-10 年仍为中产消费阶层的中流砥柱。70 后已具备强大的购买力，但非常务实理性，“物有所值”是赢得 70 后消费者的关键，他们在数字化前期度过童年和青春期，仍属于数字化消费人群。“银发族”即 60 后、50 后，享受改革开放红利又搭上数字经济快车，有一定消费潜力。不同代际群体会随时间推移和技术发展加快更迭，如 00 后即将加入消费主力，95 后进一步成消费中坚，二胎开放带来婴儿潮经济并改变 80/90 后的消费观，70 后则逐渐加入“银发”队伍。
- ◆ **从地域角度来看：**（1）一线、新一线、二线以及三四线消费人群由于在收入水平和消费观念上存在巨大差异，因此在消费时看重的要素大不相同。比如一线、新一线消费者时间成本高，同时收入可观，更加注重效率和体验，零售企业需精细化 SKU，帮助用户减少决策成本；而三四线消费者闲暇时间相对较多，并且受收入水平所限，购物时倾向于优先考虑产品的性价比。（2）位于相同城市但不同区位的消费者的消费需求也不尽相同。比如办公楼、写字楼附近商圈应以自动售货机、无人便利店等为主，更加方便地满足上班族对餐饮等的即时性需求；而以小户型家庭为主的社区，生活类家居、生鲜等日常高频商品应是标配，同时商品应向小型化、便携式方向设计并且兼顾美学。

表 5：人的重分类-基于地域和年龄-

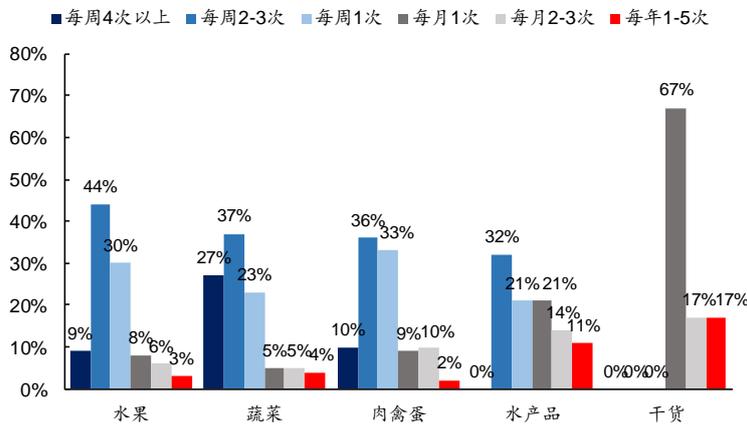
地域	一线及新一线	二线	三线及低线
00后	要个性、线上搜、线上购、移动支付	要个性、线上搜	要个性、线上搜
90后	愿意花、要个性、重体验、要便利、社交购、E灵感、线上搜、线上购、移动支付、共分享	愿意花、要个性、要便利、线上搜、共分享	要个性、线上搜、共分享
80后	愿意花、要个性、重体验、要便利、社交购、爱尝鲜、E灵感、线上搜、线上购、共分享	愿意花、要便利、重体验、线上搜	要便利、线上搜、性价比
70后	愿意花、要便利、重体验	要便利、性价比	性价比
70前	要便利、性价比	要便利、性价比	性价比

资料来源：东兴证券研究所

3.4.2 货的重分类：高频 vs 低频

按消费频次的不同可将商品分为日需、周需、月需和年需。以生鲜为例，生鲜为一日三餐必备，同时由于容易腐坏不易储存，消费者倾向于通过高频次购买来保证产品的新鲜程度，因此生鲜属于高频刚需产品。据尼尔森数据，水果蔬菜周平均购买频次为 4.5 次，鱼类海产品的购买频次为 2.4 次，远高于一般消费品。再比如，手机相对智能，技术驱动新品迭代速度较快，而家电相对低频，技术更新不快。

图 63：生鲜消费频次分布



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

表 6：货的重分类

地域	一线			二线			三线及低线		
频次	年需	月需	日需	年需	月需	日需	年需	月需	日需
70后	高端奢侈 金银珠宝 家电音像 通讯器材 家具汽车	日用品 化妆品 服装针织 中西药品	食品粮油	金银珠宝 家电音像 通讯器材 家具	日用品 化妆品 服装针织 汽车 中西药品	食品粮油	家电音像 通讯器材 家具 汽车	日用品 服装针织 中西药品	食品粮油

80 后	高端奢侈								
	金银珠宝	日用品		金银珠宝	日用品			日用品	
	家电音像	化妆品		家电音像	化妆品		家电音像	化妆品	
	通讯器材	服装针织	食品粮油	通讯器材	服装针织	食品粮油	通讯器材	服装针织	食品粮油
	家具汽车	中西药品		家具	汽车		家具	中西药品	
90 后	金银珠宝	日用品			日用品			日用品	
	通讯器材	化妆品		家电音像	化妆品		家电音像	化妆品	
	家电音像	服装针织	食品粮油	通讯器材	服装针织	食品粮油	通讯器材	服装针织	食品粮油
	家具汽车	中西药品		家具	中西药品		家具	中西药品	
		日用品			日用品			日用品	
00 后		化妆品			化妆品			日用品	
	通讯器材	服装针织	食品粮油	通讯器材	服装针织	食品粮油	通讯器材	服装针织	食品粮油
		中西药品			中西药品			中西药品	

资料来源：东兴证券研究所

3.4.3 场的重分类：生活服务中心&休闲体验馆

我国消费者正处在从商品消费向体验消费转型过程中，消费者不仅看重产品的品质，也越来越关注购买的新体验，比起优惠的价格，舒适方便的购物场景更有可能触发消费冲动，这就要求企业全面提升零售中的每一个环节，优化每一个可能的触点。按消费需求（主要为效率、性价比和体验）和购买频次（日需、周需、月需、年需）的不同分别对人和货进行重分类后，购物场景也将有一个全新的划分。具体表现为菜场、餐饮、食品、饮料店等满足人们高频刚需，且效率和性价比为消费者首要考虑因素的场景将向生活服务中心转型，而科教类、专业店、社交场所等满足人们低频消费需求，且在消费时体验优先的场景将向休闲体验馆转型。

表 7：场的重分类

新趋势	原业态
生活服务中心 (高频、强调效率和性价比)	菜场、7-11、餐饮、烟酒店、药店保健品店、食品（绝味、良品铺子、华致酒库）、饮料类（coco 奶茶）、快递门店、家政服务店 特定产品：纪念品店、免税店、养老院 教育：教育（辅导班-儿童、成人、老人、兴趣）、科技馆、美术馆、展览馆、儿童活动中心
休闲体验馆(低频、品质和体验优先)	产品类：奥莱、自动售卖机、眼镜店、眼科店、牙科店、书店、严选店、玩具店、服装（Zara、hm、海澜之家）、体验店（小米、华为）、母婴产品店月子中心、家电、家居、租房买房中介、药店、美容美发美甲、旅游中介、汽车 4S 店、宠物店和医院、婚庆店（婚纱婚礼）、洗衣店 重度社交场所：餐饮、游戏厅游乐园和游戏机（抓娃娃、扭蛋）、照相馆、酒吧、健身（健身、私教工作室、女性健身会所、瑜伽会所）、娱乐场所（电影院、ktv、酒吧）

资料来源：东兴证券研究所

3.5 总结：生活服务中心和休闲体验馆将成为零售引领消费升级的主要业态

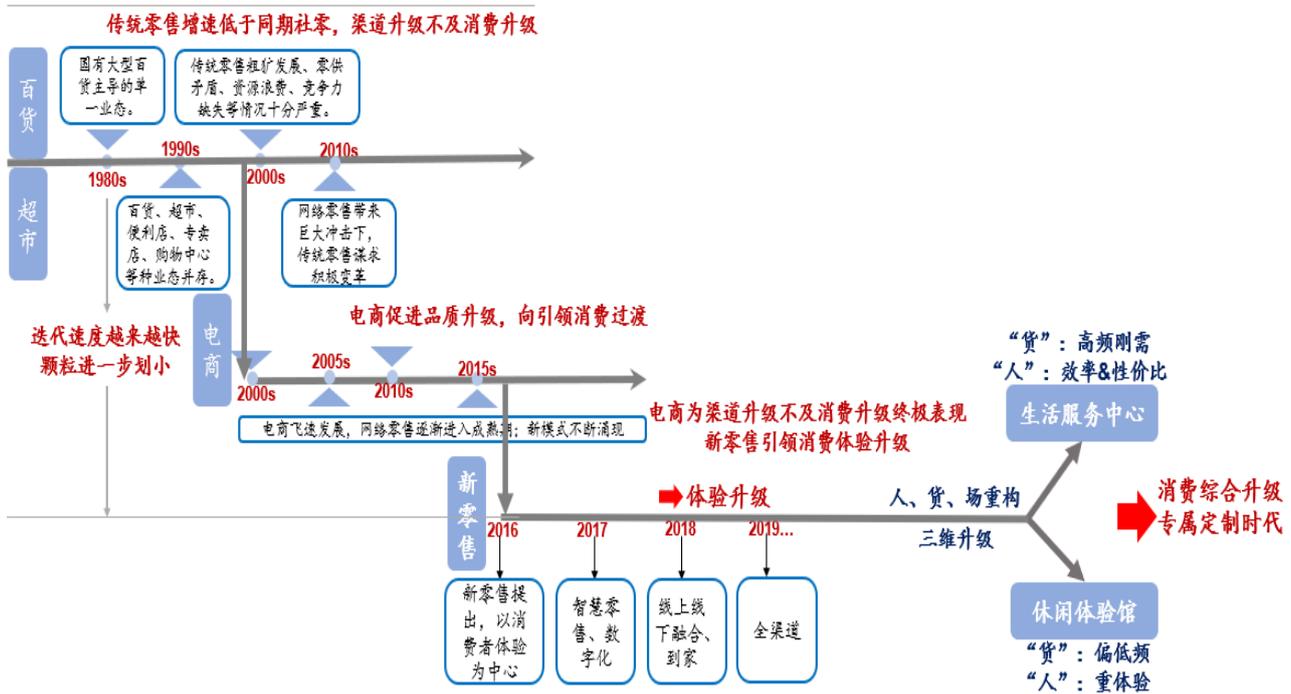
我们构建**消费时钟理论**，研究建国至今消费的发展情况，发现我国消费正处于消费升级的需求驱动阶段，未来将进入由需求决定的定制化时代。而消费行业的产品、业态正沿着技术、渠道和观念三个维度进行升级。**三维升级是消费时钟的具体表现，二者共同决定未来消费将进入需求驱动时代。**相应地，这也要求零售业通

过三维升级从以往的供给导向转向需求导向，并进一步引领消费综合升级。

通过回顾我国零售业发展史，**我们得出了传统零售追赶消费升级、电商为零售业引领消费升级的过渡阶段也是渠道升级不及消费升级的终极体现和新零售将引领消费升级的主要结论**。但目前资本对新零售商业模式、业态的探索进入了瓶颈期，因此我们继续在消费时钟和三维升级模型的指导下进行“人货场”的重构。

通过进一步分析商业核心要素“人、货、场”的时代特性（即“人”从消费者升级到用户、“货”从标准工业品升级到个性化产品、“场”从卖场升级到场景）以及三者之间关系的变化（过去由“场”决定“货”决定“人”，现在由“人”决定“货”决定“场”），并分别按照效率、性价比、体验和消费频次对“人”和“货”进行重分类后，**我们发现“场”最终会演变为生活服务中心和休闲体验馆这两种主要的新业态**。最终，**生活服务中心和休闲体验馆将在消费时钟和三维升级模型的指导下引领消费综合升级进入消费时钟的第四阶段——专属定制时代**。在下文的探讨中，我们将举出目前已有的、向这两种模式发展的一些例子加以说明。

图 64：生活服务中心和休闲体验馆引领消费综合升级进入专属定制时代

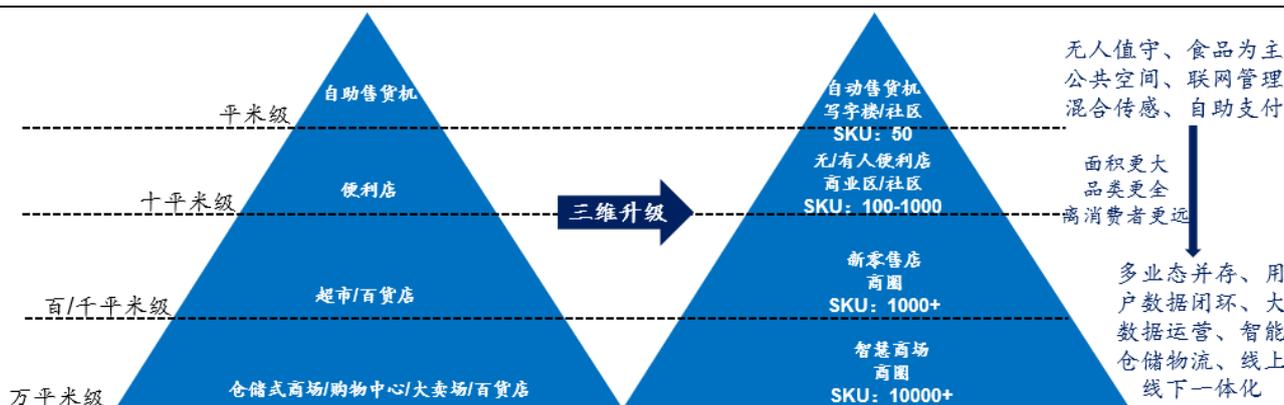


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

4. 新的零售业态将引领中国消费时钟的第四阶段

随消费者代际变迁和圈层升级，以及移动互联网、大数据、物联网等技术的发展，当前的零售环境，无论哪种业态，都有转型、调整和改造的需求，未来所有零售业态都将重构。传统的超市、百货店和购物中心将被新零售店和智慧商场等新业态所取代，新零售业态将引领中国消费时钟的第四阶段——专属定制、货找人、精选时代的到来。

图 65：零售业态的重构



资料来源：亿欧智库，东兴证券研究所

4.1 “生活服务中心”将一站式解决生活采购的各种需求

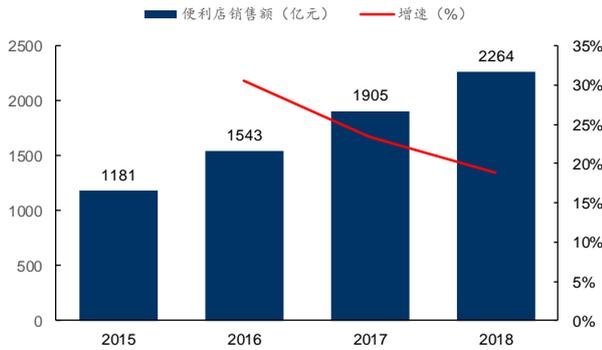
4.1.1 升级方向：小业态、小美全

生活服务中心致力于实现对生鲜即食、酒水饮料、家清百货、粮油调味、休闲零食、乳饮冲调等日常高频刚需产品的全覆盖，并延伸到“非食品”品类的商品动态补充。大卖场曾是我国这一市场的主流业态，但由于其“成本领先战略”武器日渐钝化，在购物便利性及性价比上，大卖场与消费者的真实需求渐行渐远。可例证的是，大卖场曾经“寸草不生”的“3公里死亡圈”内，相继复苏水果店、专业店等小业态，“大而全”正在向“小美全”转变。

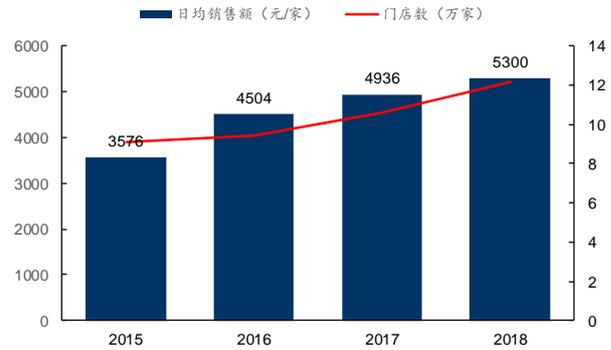
大卖场过去都靠“大而全”集客，但现在中心商圈商业逐渐饱和，城市人口结构与消费习惯的变化，工作节奏加快，消费已经进入个性化时代，年轻人不再囤货，目的性购买减少，在浩如烟海的上万个 SKU 中寻找自己所要的商品已经成为了上一代的购买方式。现在的消费者，不再有耐心合时间去找商品，而是更需要“就近购买”，需要商品来找人，全球零售业都呈现出越来越小型化、精细化的发展趋势。

4.1.2 平米/十平米级：新型便利店异军突起

据中国连锁经营协会发布的《中国便利店发展报告》，2018 年中国便利店零售额达 2264 亿元，较 2017 年 1905 亿元增长 19%，继续保持较快增速。从发展态势看，近期资本巨额投资便利店的消息不绝于耳，资本合作潜力巨大，但从 2018 年数据来看，与资本合作的便利店占 10%，较 2017 年 12%略有下降，行业趋于理性。随信息化快速发展，互联网企业介入便利店，引入移动支付、人脸识别、无人店等创新模式，行业内各玩家正通过价值链数字化持续提升竞争力。

图 66：2015-2018 年我国便利店销售规模及增速


资料来源：中国连锁经营协会，东兴证券研究所

图 67：2015-2018 年我国便利店门店数及日均销售额


资料来源：中国连锁经营协会，东兴证券研究所

4.1.3 百平米级奥乐齐：自有品牌+买手制+极致供应链，倡导精选和货找人

奥乐齐上海两家门店单店面积 500 平米左右，SKU1300+，只有标准大卖场的 10%-20%，但奥乐齐集中了高复购率和家庭消费占比较大的商品，基本可以满足消费者日常生活所需。小业态店，意味着要高频，围绕消费者“一日三餐、日常生活”，生鲜商品和日常所需无疑都要价格亲民、平价低价，奥乐齐的解题方法是自有品牌、买手制和极致供应链。

品类宽、品质优、买手精选能力强。奥乐齐货品大部分为自有品牌，表现出三个层面的竞争力。一是品类宽，仅自有品牌便能覆盖消费者日常生活 80% 以上的需求，且大部分都是独有商品，打造生活方式的整体升级。二是品质优，奥乐齐拥有一套成熟的验厂验货体系，包括跟供应商建立长期合作关系等。消费者反馈奥乐齐从休闲食品到调味品到日化商品质量都很好，而很多其他商超自有品牌产品如挂面等相比市场同类品牌，口感、质量都差了很多。三是买手精选能力，奥乐齐自有品牌对本地消费需求的理解能力甚至比很多本土零售商都好。奥乐齐有专家团队盲测商品，而国内商超整个自有品牌商品的发展尚处于起步阶段，商超的自有商品很大程度上被认为是“价廉质廉”的贴牌产品，主要作为抬利的手段使用。

表 8：奥乐齐精选细分举例

品类	具体内容
猪肉	奥乐齐中国专卖猪肉做的是优质沙乌头黑毛猪猪肉，品类细分为猪夹心肉、小排、大排、五花、后腿等 5 个黑猪肉单品；新鲜猪肉单品则更多，分类更细，为带皮猪后腿、切片猪大排、带皮猪五花、猪肉糜、猪爪、猪汤骨、带皮猪肘、猪肋排、猪小排、带皮猪前腿等 10 个品类。猪肉每份 350 克—450 克，价格 18-20 元/份居多。
熟食、主食	进门便是便当、三明治、沙拉、果汁、甜点的岛柜，给予不亚于便利店的日式、西式的早午晚餐及下午茶丰富选择。提供的主食有法式烤鸡餐、德式猪肘酸菜炖土豆、意式肉丸烤蔬菜、印度式咖喱鸡肉饭等 30 款便当产品，也有适合当下年轻人及全国无辣不欢的川味小龙虾三明治和便当。便当、沙拉、三明治等鲜食价格带与便利店便当持平，口味品类比便利店更丰富，一半西式，一半中式。

资料来源：商业观察家，东兴证券研究所

自有品牌质优价廉，打造高性价比。在大部分商品的小分类上，奥乐齐都只提供一个品牌，选择一家厂商进行合作定制、专卖，价格比较统一。顾客端看，这是真正为消费者做出“精选”，帮助消费者省去挑选的时间成本。商家端看，一家工厂供应整个品类，更能以单品规模实现成本取胜。奥乐齐食品类、日用洗护类、调味料等诸多核心自有商品和上海本地商超、线上电商平台对比都具有价格上的竞争力，如 550ml 饮用纯净水售价 1 元，4L 饮用纯净水售价 6 元，都比同类市场瓶装水农夫山泉、怡宝等便宜 35-40%。

价格优势明显的自有品牌商品例子很多，但重点在于奥乐齐重视品质。以鸡蛋为例，奥乐齐蛋类三层货柜只做两款商品，一个是鸡蛋，一个是咸鸭蛋，鸡蛋占据两层，第一层为 10 枚 450 克保洁鲜鸡蛋，售价 10.9 元；第二层为 12 枚 540 克营养谷物蛋，售价 9.9 元。鸡蛋售价虽比市面同类产品便宜 40-50%，但却不会让消费者觉得低价低质。“紫外线灭菌，清洗涂膜，鸡种安心、鸡粮安心、喂养安心、洁净安心、追溯安心”，每一款商品上都有二维码，包括对饲养水源等都有相关表述，强调鸡蛋营养健康。

图 68：奥乐齐鸡蛋陈列



资料来源：商业观察家，东兴证券研究所

极致精细化运营，成本管控严格，让利消费者。奥乐齐上海门店在精细化运营上已做到极致，基本将成本管控到每一环节。比如，奥乐齐生鲜商品都用周转筐直接陈列，周转筐在物流配送中心已经过标准化装筐，不需再经人手，便可直接到店陈列；商品包装上大都拥有两个或以上条形码，薯条等膨化零食甚至侧面一整条都是条形码，收银员拿起商品就能最快完成扫码收银，提高收银效率。奥乐齐通过去除花哨包装，与供应商建立长期合作，精选商品提高周转，减少库存和人员开支，做自有、定制专卖来缩减费用并返利给消费者。而国内零售商做自有品牌商品则有难度，一是不懂消费者，没有买手能力；二是国内商超进场费、陈列费、厂家促销员为主的一整套传统 KA 渠道促销费用制支撑的前后台盈利模式缺乏自有品牌生长的土壤。

奥乐齐是“货找人”的理念，每一品类都是精选过的，消费者不用费心选择。时间本身有成本价值，而奥乐齐还提供“好货不贵”的高性价比商品，如此积累的就是顾客忠诚度和黏性的养成。只有“精选”，才能以单品起量竞争成本；只有做出成本优势，才能许顾客以低价折扣；顾客被“性价比”黏住，才能还以商业的成功。奥乐齐的背后不仅是超市由大到小、如何做减法，本质是整套费用制盈利模式的切割。

4.1.4 千平米级盒马：“生鲜+餐饮”解决消费者对“吃”的场景化需求，同时覆盖日用高频消费品

盒马单店平均面积 4000 平方米左右，门店业态多元化重构，兼具线下体验/商品展示/加工/仓储/物流/配送/粉丝互动等功能。盒马鲜生是由数据和技术驱动的新零售平台，运用大数据、移动互联、智能物联、自动化等

实现人、货、场最优匹配。盒马通过整合门店业态，结合超市餐饮，满足生鲜即食场景需求。除标准门店外，盒马还具有 4 个新业态，即盒马小站（前置仓）、盒马 F2（办公楼、商圈）、盒马菜市（社区）、盒马 mini（郊区），通过因地制宜，提供多样化鲜食选择。

图 69：盒马生态体系



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

- ◆ **供应链创新，大数据支撑。**盒马将价格做到比传统菜市场还有优势主要有两方面原因，一是盒马基地直采剔除中间环节，没有任何杂费，价格透明，且坚持低毛利；二是标准化包装大幅降低流通和消费环节损耗，保障产品极致新鲜。备货人员通过大数据分析及时更换或补给某一货架产品，高效运作可进一步避免新鲜产品滞销或过期，确保新鲜程度。同时，大数据把控下，运营人员可据顾客消费习惯调整供货力度和促销策略等。从供应链、仓储到配送，盒马拥有完整物流体系，消费者既可到店购买，也可 APP 下单，门店附近 3 公里内 30 分钟送货上门。
- ◆ **生鲜+餐饮+一站式购齐。**盒马打通了线上线下，线上线下同款同价，为消费者提供“人到店”和“货到人”可选即时消费方式。盒马线下门店午晚间均提供餐饮堂食服务，能吸引消费者到店，附加电商免费配送。消费者获得线下体验后会促进其线上购买，最快 30 分钟免费配送到家，比传统零售更具吸引力。盒马既有帝王蟹、波士顿龙虾等高端品，又有萝卜青菜等家庭日常高频产品，此外还是产品研发平台，开发大量 3R 产品（Ready to cook, Ready to eat, Ready to heat）、微波炉加热菜、冰醉小龙虾、冰盒蛋糕等。
- ◆ **差异化经营。**客户消费需求需场景刺激，盒马提供餐饮现场加工及堂吃服务，倡导“所见即所得”、“所想即所得”。除食材新鲜外，盒马也倡导用新鲜方式享受生活，盒马鲜生在门店中提供各式各样的场景，引导消费者拍照、分享，创造新的生活观念和新鲜有趣的做饭方式，培养消费者粘性与消费习惯。盒马所有产品采用小包装，300-450 克，满足家庭当天所需，避免食材损耗与浪费，以按需购买、即时性购买方式，改变传统超市、传统电商“购买一次，消费一周”的采购理念。

图 70：盒马对人、货、场的重构



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

4.2 “休闲体验中心”提供购物休闲娱乐的极致化服务

4.2.1 3C、家居、服饰等产品类品牌商与电商合作，重构消费体验

家居生活类作为泛品类概念，是包括家具、家纺、家电、厨卫、配饰等类别的产品集合。从消费升级的维度来看，家居类产品兼具品质和体验升级的诉求，具体而言，消费者对家居生活产品的需求趋势性变化主要体现在高性价比、极简设计、健康环保、产品智能化等方面。以京东和曲美家居合作为例，一方面，京东协力曲美打通线上线下的全品类整合，极大程度上丰富消费者购物选择；另一方面，京东基于消费者大数据分析，对京东、曲美及入驻品牌相匹配的真实用户进行精准画像，以此从整体 SKU 池中甄选消费者真实希望购买的商品组合，实现更高效的业态整合。

图 71：京东、曲美时尚生活体验馆实景



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 72：京东、曲美时尚生活体验馆重构维度

品类扩充：打通线上线下的全品类整合

精准选品：根据大消费大数据针对性选品

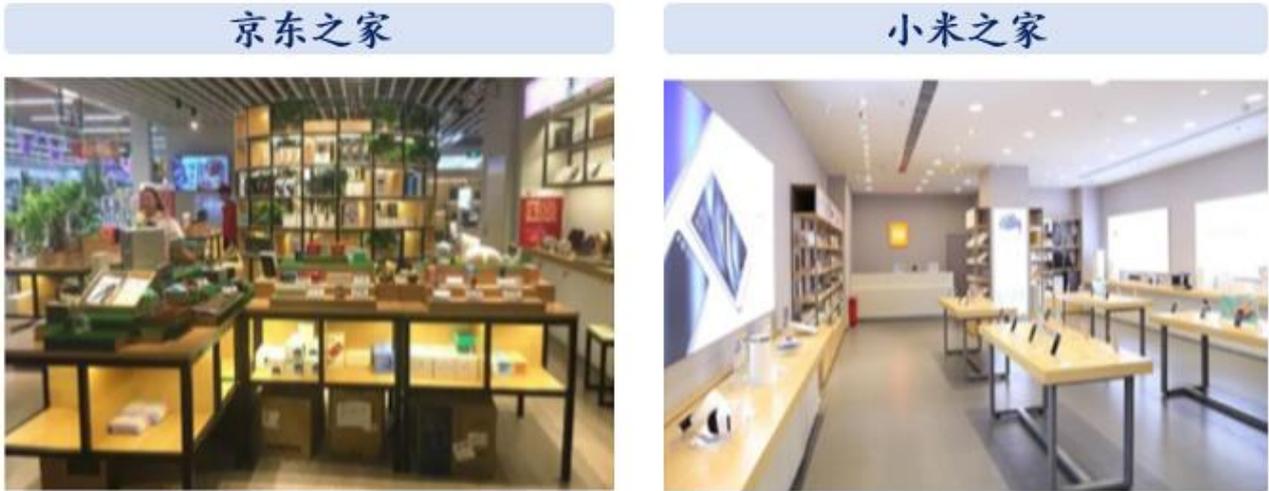
业态重构：设置图书角影音角等区域

黑科技融入：VR虚拟设计和Take技术

侵入式体验：提升购物环节综合体验

资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 73：3C 体验馆



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

4.2.2 百货打造多元化业态，体验式消费为转型焦点

多业态协同布局。随消费结构升级，成本上涨和电商崛起，百货企业为提升竞争力，纷纷在原有基础上进行跨业经营，打造多业态格局，满足不同层次消费者的消费需求。据中国百货商业协会调查，超七成的百货企业涉足百货以外的零售业态，包括超市、便利店等。

表 9：百货企业发展创新业务，拓展多元化业态举例

名称	事件
百胜	2016 年 6 月在青岛开出国内第一家购物广场；2016 和 2017 年分别于上海和南昌推出与韩国衣恋集团合作项目百盛优客城市广场，主打韩系品牌和国际大品牌折扣店；2016 年 9 月推出首家精品超市百盛精品并于 10 月从台湾引入 Hogan Bakery 面包；2018 年 5 月推出自营集合店 Parkson Beauty；2018 年 11 月全面改造百盛重庆南坪店，正式转型为“百盛 YOUNG MALL”。
王府井	2017 年 9 月与北京首航郭力联手打造连锁超市品牌“王府井首航超市”于包头昆区开业，并将继续对青山王府井、鄂尔多斯王府井及内蒙古王府井进行升级。
百联	2018 年 1 月，百联首个城市奥特莱斯项目 UMAX 开业，UMAX 是由上海五角广场东方商厦杨浦店改造转型而成，主打“品质+折扣+人气集合店”，引入简餐、轻食和文娱。
天虹	2019 年天虹首家零售餐饮“虹食汇”开业，“虹食汇”位于深圳罗湖国贸天虹超市内，主打新型餐饮，顾客可在天虹超市购买食材，在虹食汇即时加工，体验“炒菜机器人”、美食数学等。

资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

打造以消费者为核心的体验式场景。95、00 后越来越追求全方位购物体验及时尚的生活方式，许多百货企业致力于打造以消费者为核心的体验式消费场景，引入亲子、IP、艺术、文化、娱乐、餐饮、科技等元素，创造全新体验，刺激消费欲望。

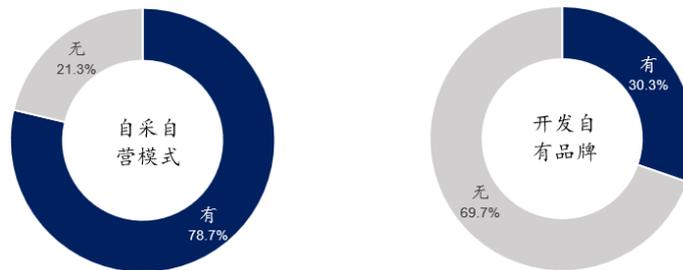
表 10: 部分百货企业 2018 年在门店中加入新的体验元素

名称	体验元素
巴黎春天淮海路店	将网红品牌、艺术、科技等年轻人喜欢的元素引入店内，打造智慧商业综合体；场景设计方面，利用法式建筑背景，将三楼打造成卢浮宫秀场，植入表演舞台、虚拟店铺、展示及休息功能；打造立体效果艺术墙，吸引顾客拍照分享。购物体验方面，打造了无人试衣间，顾客可通过虚拟试衣选择商品，在 APP 下单，并可享受送货上门服务。
上海新世纪大九百货	2018 年 7 月 13 至 2019 年 3 月 3 日举办中国首个以动漫 IP 为中心的特展。
新世纪百货望京店	2018 年 12 月 15 日至 2019 年 3 月 3 日联手吉利集团铭泰文旅举办体验亲子主题展。在 7 楼搭建主题公园，共设置 16 项互动，包括“Q 萌驾校”、“色彩跑跑堂”、“汽车源动力”等趣味环节。打造以消费者体验为中心的亲子生活体验馆-N+Kids 主体 IP 儿童街区，面积约 1190 平方米，设有黑科技互动区、亲子用品体验销售区、亲子餐饮区，将吃喝玩乐融为一体，打造体验式数字化新零售亲子空间。同时，新世纪百货搭建 N+Kids 线上微信小程序，实现 24 小时不打烊门店，消费者可以在小程序购买商品，选择线下取货或送货到家。
广百百货	2018 年 6 月，广百首家全概念母婴集合店 G-baby 开业，通过建立精准妈妈社群开展形式多样、有趣实用的宝宝课堂和亲子体验。商品方面，G-gray 主要售卖进口母婴用品、婴儿奶粉、纸片、零食等超市商品，附带经营儿童家具、滋补汤品作为补充。

资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

深度拓展自采自营业务，建立鲜明品牌形象。近年来，面对入驻品牌同质化趋势，加上联营模式的弊端，加大特色品牌自采比例，设立买手店，开发自营品牌已成为百货业转型变革的焦点。另外，在消费新时代，消费者对商品和服务的要求越来越高，更关注商品的性价比，在此趋势下，传统百货企业积极开发自有品牌，形成差异化品牌识别。

图 74：百货店自采自营及自有品牌开发情况



资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

表 11：百货企业丰富拓展自营业务，开发自有品牌

名称	事件
王府井	2018.12 推出首家自有品牌生活店“尚府”，主打王府井自有品牌“井品”，涵盖家居用品及服饰。
百盛	2018 年 5 月，百盛首间独立美妆概念店开业，百盛首个美妆集合品牌入驻。
信誉楼百货	信誉楼在食品、百货、珠宝、服装等项目开发 17 类自有品牌商品，并向厂家定制近百种商品。
新世界	近年来积极拓展旗下“N+系列”和 LOL 原创生活概念馆。

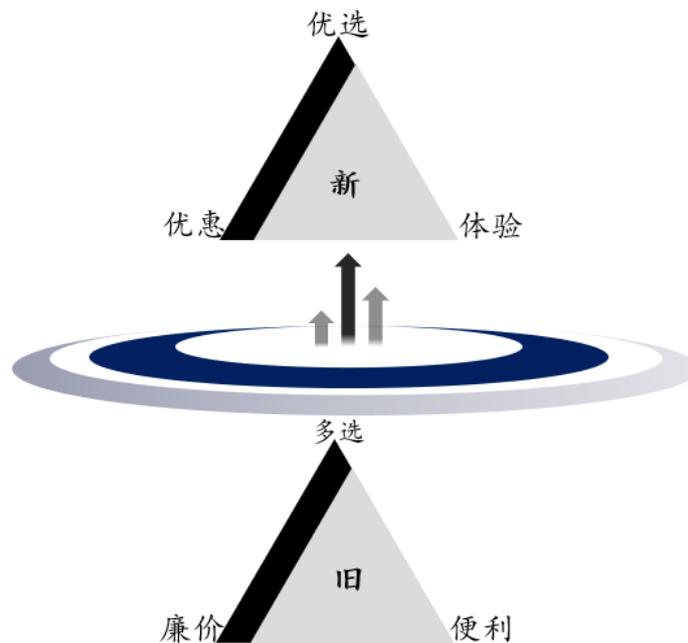
资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

4.3 电商重新定位：新零售业态的基本组成部分

未来，在强调全渠道融合的新零售时代，电商不再会作为一种独立的业态出现，而是承担起为线下零售场景提升效率、实现高效引流的重要功能。旧零售的基石是“廉价”、“便利”、“多选”，电商作为零售业的第二次飞跃，满足了旧零售三角的所有需求，比如拼多多的出现使商品便宜到不能再便宜，通勤骑手的出现使货品送到家，线上商品多到无法选择；而新零售的基石是优惠、优选和体验。优惠，是顾客不需要所有的东西极致便宜，而是需要想要的东西有一个优惠，构成购买理由；优选，是顾客希望商家能给选出好的、有限的选择；体验，是顾客既可以体验 30 分钟的到家服务，同时需要很好的线下体验，享受购物过程。

而目前电商存在以下痛点：一是“零售三角”性能过剩，如商品的过剩、价格的廉价等；二是非标商品和服务接入难，难以线上化，如高档服装等；三是缺少场景的体验和线下环境。因此，电商已无法满足新零售三角的要求，而凭借其高效率、强引流、泛社交等优点，电商将作为新零售业态的基本组成部分与线下实体共同完成新零售三角。下面以社交电商的几种典型模式为例具体介绍电商在新零售业态中的新功能。

图 75：新零售三角 vs 旧零售三角



资料来源：东兴证券研究所

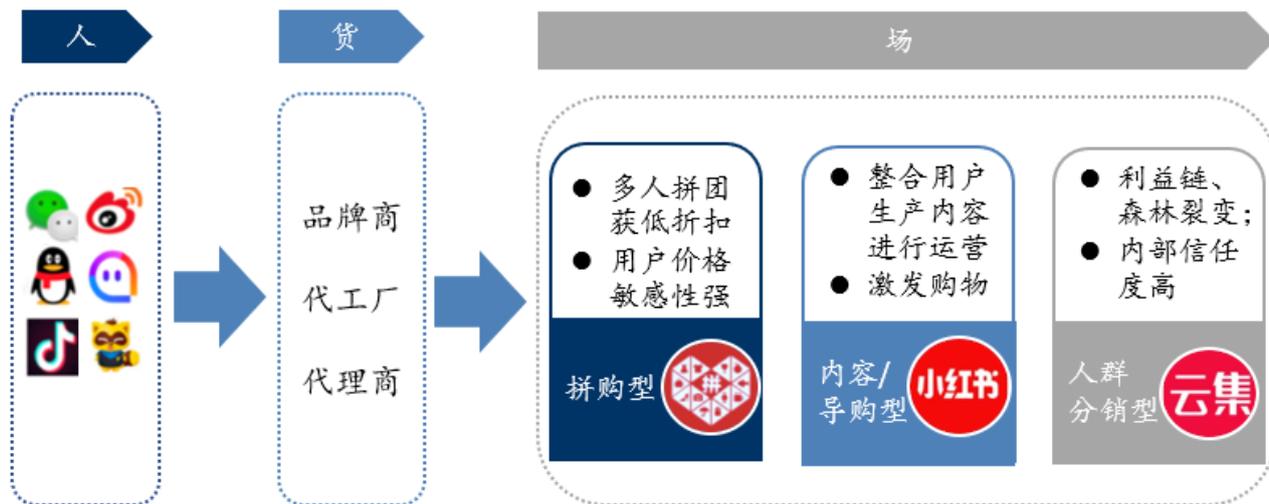
4.3.1 社交电商利用熟人或 KOL 种草，搜索式向发现式转变提升效率

社交电商是指通过社交网站、微信等媒介，利用社交互动、用户自产内容等辅助商品销售，分为拼团、内容和分销三种模式。拼团模式代表拼多多，核心逻辑为基于社交平台流量，通过拼团游戏化形式匹配被淘宝、京东淘汰的低端供应链和低消费人群，变现三四线城市流量。小红书则是以用户原创为依托，沉淀社区与口碑，同时引入大量 KOL 的内容型种草社区电商。此外，还有以云集、贝店为代表，围绕社群设计一套荣誉和利益驱动的店主层级体系的分销模式。

用户既是购买者又是推荐者，发现式+去中心化+场景丰富提升消费效率。具体来看，社交电商拥有如下特点：

(1) 依托社交裂变引流。从拉新到转化再到留存的过程中，用户参与度高，人群覆盖全面，并可利用社群标签对用户进行天然结构划分，实现精细化运营。(2) 多维交互式产业链。可实现零库存分销、精准营销、C2B 定制等，从而提升供应链效率。(3) 去中心化传播网络。以社交网络为纽带，商品基于用户传播，他人推荐下，消费者对商品的信任过程中会减少对品牌的依赖，性价比高的产品更易普及。

图 76：社交电商人、货、场效率创新



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

4.3.2 拼购型：降低获客、物流、运营成本，供应链效率提升

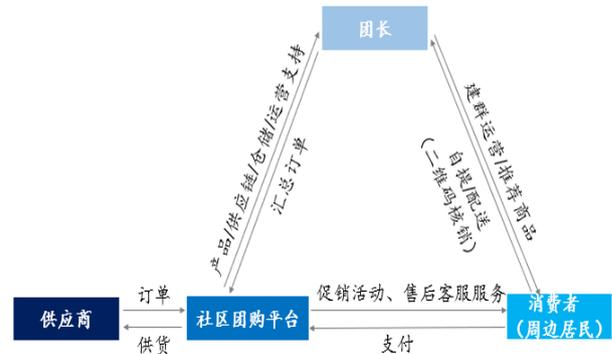
拼购电商相较传统电商更能充分挖掘网络社交带客能力。传统电商主要依靠搜索、浏览等方式选购商品，而拼购电商是以拼团方式为主的电商，其最大的特点是通过认识的人的推荐、凑单拼团、砍价等社交方式来选购商品。以拼多多为代表的传统拼团模式面向全国群体，根据客户需求与原产地直接合作，省去中间商差价，比市场上同类产品更便宜，这也是早期拼团模式能快速打开市场、发掘沉积流量的原因。社区团购节省“最后一公里”成本。在传统拼团基础上衍生出的社区拼团，即借助微信平台，把小区邻里拉入一个群里，团长（社区宝妈或社区便利店店主）每天发布拼团信息，通过线上优惠活动销售商品，居民通过小程序等工具下单，然后由团长负责“最后一公里”配送或用户到线下门店自提。

图 77：电商、社交电商、拼购电商和社区团购的关系



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 78：社区团购线上线下消费闭环



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

4.3.3 分销型：KOL 驱动社群流量增长

分销模式前期通过吸引带货能力强的店主，快速低成本规模化获取流量；中期扩张供应链，横向引入多种品类，纵向引入核心品牌；后期培养优秀店主和社群网络，忠诚用户吸引更多用户正向循环。以云集为例，2016-2017 年云集获客成本由 55 元/人下降至 42 元/人，京东获客成本则从 2016 年的 148 元/人上升至 2017 年的 225 元/人。2018 年云集复购会员 610 万名，同增 165%；会员复购率从 2017 年 79.31% 增长至 2018 年 82.43%。云集在流量红利逐渐见顶的现下，通过购买返利、分享返利和拉新返利的方式，不仅快速积累了庞大会员群，还从中转化了忠诚度极高的复购会员超 8 成。

4.3.4 内容型：直播短视频多渠道联动

在现有流量固定情况下，直播作为一种成本较低，自带流量的媒介，可快速引入高质量流量。《2019 淘宝直播生态发展趋势报告》数据显示，2018 年淘宝直播平台带货超 1000 亿元，同增 400%，淘宝直播成交渗透率达 65%，2019 年“618”期间淘宝直播带动 130 亿成交额。在短视频方面，《2018 年京东商品短视频发展趋势报告》显示，京东商品 2018 年短视频保持周环比 10% 的增速，截止 12 月中旬，商品短视频数量相比年初增长超过 145 倍，覆盖京东 80% 的活跃店铺。短视频中晒单视频能有效刺激商品的加购与下单转化，目前晒单视频用户点击率 45%，用户观看晒单视频后的加购转化率 30%，下单转化率 20%。

图 79：直播变现途径



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 80：内容电商化和电商内容化



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

4.4 三维升级模型对第四阶段零售新业态变革的指导

4.4.1 零售业技术升级的核心是数字化、智能化

信息流数字化助力营销精准多元。信息流贯穿零售行业选址、选品、供应链、仓配、仓储、场景运营和消费者运营的全过程，细节运营对零售行业至关重要。“人找货”到“货找人”的转变使得零售企业需要通过大数据把握消费者所有特征，明确该为哪类消费者提供什么样的商品和服务，做好市场细分。

物流数字化运营和智能化作业，构建柔性智慧供应链体系。物流数字化不仅强调运输服务的效率和覆盖面，而是进一步延伸到供应链各环节。传统供应链存在数据孤岛，信息传导不及时，导致供需错配，企业库存高，周转低、商品同质化。新供应链通过建立以消费者为中心的数据分析体系，打通研发、制造、采购、仓配到销售五大环节，实现全链条数字化；并通过数据分析掌握消费需求，以需定产，柔性制造；同时为商家提供销售预测、库存管理、共享仓库等服务，为库存最优化提供支持，甚至达 0 库存，商家供应链成本最小化。从上游生产商到经销商到零售企业过程中，货物流通路径复杂转简单，加价率降低，智能化作业如机器人分拣等减少损耗，产品性价比提升，最终实现产端、渠道和消费者一体化效能增加。

图 81：零售业技术升级



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

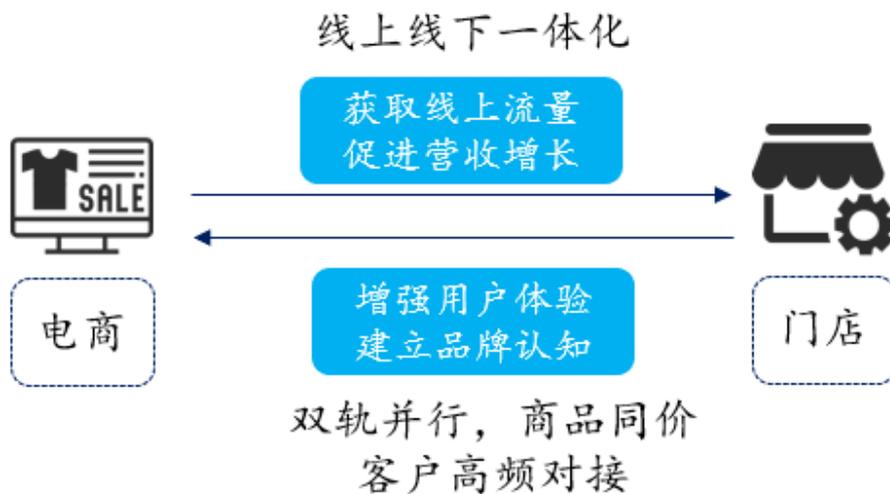
科技企业与线下传统零售企业实现完美融合。企业在生产、设计、供应链、物流、门店、支付、客户管理、客户体验等各个方面运用物联网、大数据、AR/VR、云计算等新技术进行智能管理运营，实现降本增效。科技的发展并不会替代传统零售，而是与传统零售实现完美融合，促进其不断转型发展。

4.4.2 全渠道融合为零售业渠道升级方向

渠道升级在零售行业更多体现的是场景的再创造，使得人、货、场、企业与消费者的关系被重新定位。2016年底，新零售的提出整合了行业的声音，线上线下的渠道割裂竞争同样也变成了整合，包括线下对线上、线上对线下、线上对线上、线下对线下全方位的整合。目前，时间越来越短，距离越来越近，是零售渠道效率提升的总体方向，具体则表现为近场化、便利化、体验化三大明显特征。

- ◆ **线上渠道升级：电商平台新技术应用，开创新的销售渠道，如社交电商（拼团）、内容电商（直播、短视频）、小程序的兴起。**社交是人的基本属性，通过人与人之间的交流进行消费，用户粘性很大。社交媒体互动性自然提高了电子商务企业内外部信息沟通的双向性，也使得电子商务企业与消费者之间、消费者与消费者之间有了更为及时、准确和高质量的沟通与反馈，从而不断优化自身的产品定位和营销。
- ◆ **线下渠道升级：传统渠道模式的变革，进行多样化和扁平化，“大而全”向“小美全”的切换，经营效率不断提升，如便利店、mini超市。**我国城镇化速度趋缓，而大卖场对地理位置的要求高，同时其功能逐渐被综合电商所取代，近年来关店率趋升，与之相反的是，我国便利店在蓬勃发展。
- ◆ **双线融合：由以往的“线上”、“线下”及“线上到线下”的经营模式逐渐演变到当前线上、线下全渠道，互相融合的经营模式。**新零售的全新业态已经逐步扩大，如阿里巴巴利用自身流量，为投资的线下零售企业提供入口，并将盒马模式复制到投资的线下零售企业中，结合第三方及自身物流优势，实现全渠道融合。

图 82：线上线下一体化，全渠道融合



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

4.4.3 以提升人的体验为中心的观念升级

观念升级是技术和渠道升级的结果，同时又反哺技术和渠道的发展。观念升级是指消费者对个性化、健康化、绿色化、情绪化、高端化、功能化的追求不断得到满足与发展。纵观消费者消费观念转变，近几年消费者在精神消费、知识消费、健康消费以及智能化消费四个领域增加了大量的投入，消费观念的升级体现在人们生活的方方面面，是三维升级的最高体现。

图 83：消费观念升级



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

总结来看，新零售将通过技术、渠道、观念三方面的不断升级从而引领消费步入中国消费时钟第四阶段——专属定制消费时代，届时，零售业将会更便捷及时地为消费者提供满足其个性化、定制化需求的高品质商品。

5. 结论及投资建议

我们引入消费时钟和三维升级理论，论述了目前消费已经进入由需求驱动的时代，绝大部分消费的产品、场景和业态都将围绕消费者的需求去构造。通过回顾我国零售发展史，我们可以发现传统零售呈现出追赶消费升级的态势，而电商则是向零售业引领消费升级的过渡阶段，同时也是渠道升级不及消费升级的终极表现。目前，这些“旧”的业态都遭遇行业瓶颈的困局，无法完成时代对零售业提出的引领消费的要求。我们认为新零售的出现，为行业突破瓶颈指引方向，即线上线下加速融合，构造新零售闭环，而这这就要求业态进行重塑。在消费时钟和三维升级理论的支撑下，零售“场货人”将逐步转换成“人货场”，即过去零售行业由业态决定所买的商品，再由商品决定消费人群，是一个供给决定的业态；目前则转换成由消费者的需求决定货物的买卖，再决定场的形态。我们通过人和物的重分类，认为未来零售将出现两种业态，即生活服务中心和休闲体验馆，前者注重效率和性价比，适合高频消费，后者注重体验，适合低频消费，这两种业态将在三维升级模型的指导下引领消费步入消费时钟第四阶段——专属定制时代。基于对未来业态发展的分析，我们推荐致力于线上线下加速融合的企业，重点推荐永辉超市、高鑫零售、天虹股份和苏宁易购。

5.1 永辉超市

生鲜占比&营收居同业第一，龙头地位稳固。永辉超市深耕生鲜板块 18 年，生鲜板块在公司的收入占比保持在 44% 以上，形成了“生鲜为王”的特色。公司 2018 年生鲜类创收 316.6 亿元、毛利 47 亿元，稳居生鲜类超市龙头地位。

实施社区 mini 店布局，以“大+小”航母模式完成全业态协同。永辉大卖场已开 700 多家，2019 年计划实现门店 1000 家。公司布局 mini 店模式，通过大店带小店的方式实现小型店连成片布局。Mini 店目前为止新增合约 400 家，预计今年完成 1000 家门店。通过大店+小店模式，深入社区跑完生鲜市场“最后一公里”。

全面搭建生态组织与生态供应链，打造更具柔韧性的供应链体系。永辉超市于全国 24 个省区设置 18 个采购办公室，形成全国、省区、地方供应链互补，实现平台、省区间协同开展供应链业务。2018 年永辉超市物流中心已覆盖全国 17 个省市，配送作业额 409 亿，物流供货率 58.8%，增长 30.6%，供应链体系完善。

盈利预测：预计公司 19/20/21 年公司实现收入 842.10/1027.65/1248.79 亿元，增速 19.42%/22.03%/21.52%，同期实现归母净利 22.87/28.64/39.88 亿，同比增速 54.53%/25.22%/38.55%，EPS 为 0.24/0.30/0.41，维持“强烈推荐”评级。

5.2 高鑫零售

大卖场业务重构，聚焦生鲜和快消领域。高鑫零售强化低价优势并提供多种生鲜食品，同时提供更多自有品牌产品，保持产品多样化。发展专注于生鲜食品服务的淘鲜达项目，从 2018 年 3 月开始，淘鲜达迅速拓展至大润发品牌及欧尚品牌旗下的所有门店，每家门店可为淘鲜达业务提供 13000-15000 项产品，主要涵盖生鲜食品及快速消费品。高鑫零售通过推行淘鲜达业务以及持续发展实体店吸引顾客并抢占市场份额。

欧尚和大润发实施整合，供应链共享提升运营效率。高鑫零售于 2018 年 12 月决定整合欧尚和大润发，成立联合运营总部，大润发将协助欧尚提升 IT 系统以及整合供应链。2018 年高鑫零售与阿里巴巴合作加速推出和扩张配送服务，目前于 484 家门店提供一小时配送服务，2018 年已配送超过 4500 万笔订单，一小时配送的准点率超过 99%。

盈利预测：预计公司 19/20/21 年公司实现收入 1008.10/1050.34/1098.76 亿元，增速 1.5%/4.2%/4.6%，同期实现净利润 32.97/35.70/38.70 亿元，同比增速 17.01%/8.26%/8.42%，EPS 为 0.32/0.35/0.38，维持“推荐”评级。

5.3 天虹股份

天虹股份以百货店、大型购物中心、超市、便利店的实体零售业态，打造以“亲和、信赖、享受生活”为核心价值的品牌，旗下拥有天虹、君尚、sp@ce、微喔等零售品牌。公司探索并突破了传统百货购物模式，从实体店走向线上线下融合的数字化，打造出拥有“自定义菜单”的零售微信服务号“天虹”。我们预计公司 19/20/21 年公司实现收入 19.64/20.56/20.96 亿，增速 2.62%/4.71%/1.93%，同期实现归母净利润 9.92/10.69/11.32 亿，同比增速 9.68%/7.71%/5.92%，EPS 为 0.83/0.89/0.94 元，维持公司“推荐”评级。

5.4 苏宁易购

公司是国内公司领先的 O2O 智慧零售商，以智慧零售和线上线下融合战略，全品类经营、全渠道运营，公司线下渠道具备绝对优势、下沉市场布局完善。同时公司通过门店端+PC 端+移动端+家庭端的四端协同，完成终端渠道的全面布局。看好公司长期战略目标及竞争力。预计公司 19/20/21 年公司实现收入 3,122.59/3,812.48/4,659.80 亿元，增速 27.48%/22.09%/22.23%，同期实现归母净利 45.09/25.67/35.69 亿，同比增速-64.34%/-43.06%/39.01%，EPS 为 0.48/0.28/0.38，维持公司“推荐”评级。

6. 风险提示

宏观经济下行风险，新的业态冲击等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	苏宁易购：中报业绩符合预期，持续推进全场景零售布局	2019-07-31
公司	永辉超市：中报业绩符合预期，利润增长提速	2019-07-26
行业	生鲜：新零售推动生鲜产业第五次变革	2019-05-23
行业	化妆品：颜值时代的大市场	2019-05-23
公司	永辉超市：营收增速稳健，期间费用影响净利润表现	2019-05-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。