

# 商业贸易行业

海外巡礼之 Chewy——产品俱全+自动补货，全民铲屎时代的宠物电商

**行业评级**
**买入**

前次评级

买入

报告日期

2019-09-29

## 核心观点：

### ● 海外巡礼之 Chewy：产品俱全+自动补货，全民铲屎时代的宠物电商

Chewy 成立于 2011 年，专注于为养宠家庭打造一站式消费平台，目前已发展为全美最大的宠物电商。FY2018，Chewy 营业收入达到 35.3 亿美元，同比增长 68%，净亏损 2.7 亿美元，亏损同比收窄；FY1Q19 活跃买家达 1132 万；老用户复购订单占比约 90%。

总结 Chewy 崛起的要素有三：1) 宠物市场容量大，抓住线上化机遇：美国家庭养宠比例达 68%，2018 年宠物市场整体规模约 720 亿美元，食品用品类线上渗透率由 2015 年的 1.2% 迅速提升至 2018 年的 16%；2) 比综合性平台更专业：Chewy 提供更齐全的第三方品牌&品类、差异化的自有品牌商品、专业性的宠物医疗训练等视频课程与在线服务，抵御亚马逊等综合性渠道的冲击；3) 优质体验留存用户：自动补货服务为用户定期邮寄商品，减少铲屎官重复购买消耗品的麻烦，保持与用户的持续交互、维持核心用户群的粘性；优质购物体验使用户生命周期中消费金额逐年增长，复购驱动平台销售增长、增强公司盈利能力。

### ● 月度观点：在电商红利赛道中推荐估值切换品种

9 月 SW 商业贸易指数下跌 0.61%，跑输沪深 300 指数 2.1 个百分点。分板块来看，百货板块下跌 0.2%，超市板块上涨 0.7%，珠宝首饰板块下跌 5.6%，化妆品板块上涨 5.0%。8 月社零同比增长 7.5%，增速环比下降 0.1pp，主要系汽车再度拖累整体增速。分品类看，可选消费增速出现分化，金银珠宝下降 7.0%，环比下降 5.4pp；化妆品增长 12.8%，环比上升 3.4pp；基础消费增速稳中有升。

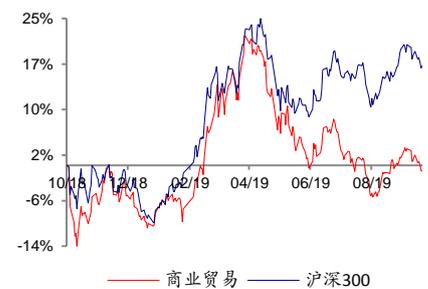
10 月为三季报披露期，通常也是 2019 向 2020 年做估值切换的分水岭。遍历板块内公司，大多数公司在前期上涨过程中已经完成估值切换，仍然有被忽视的品种，应成为四季度首选配置标的。当前，电商依旧是最好的红利赛道，也是孵化成长股的优质土壤。用户下沉、品类扩张、数据驱动、组织变革、技术投入，使得互联网电商巨头始终引领着国内商业的变革，同时也培育了一批电商驱动品牌（不同于淘品牌概念）和电商服务公司。过去每一年，电商的更迭变化总是领先于市场认知，未来也仍然如此。

10 月的投资策略围绕估值切换展开，优选低估值高成长品种，其次是合理估值稳增长品种。重点推荐：1) 高景气度的电商产业链，享受阿里综合大店红利的品牌；2) 保持快速扩张节奏的超市以及珠宝龙头。

十月组合：南极电商、老凤祥、永辉超市、周大生、红旗连锁。

### ● 风险提示：宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流线下；集中度提升线上竞争加剧。

## 相对市场表现


**分析师：**

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

## 相关研究：

商业贸易行业:海外巡礼之 2019-09-01

 The RealReal——信任机制+  
高效运营，开拓二手奢侈品市  
场

商业贸易行业:海外巡礼之 2019-08-01

 Revolve——科技+KOL，引领  
时尚电商潮流

商业贸易行业:海外巡礼系列 2019-07-01

 之永旺——并购整合成就的  
商业帝国

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	10.65	2019/9/25	买入	14.3	0.51	0.67	20.88	15.90	18.80	14.40	25.1	24.9
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.29	2019/9/29	买入	14.8	2.10	0.41	4.90	25.10	19.51	12.38	19.8	3.8
永辉超市	601933.SH	CNY	8.96	2019/8/29	增持	10.9	0.25	0.31	35.84	28.90	29.14	19.84	10.9	12.1
家家悦	603708.SH	CNY	26.42	2019/8/25	增持	26.3	0.82	0.98	32.22	26.96	17.78	15.01	14.9	15.1
天虹股份	002419.SZ	CNY	11.60	2019/8/16	买入	14.0	0.82	0.92	14.15	12.61	7.66	7.32	14.2	13.9
王府井	600859.SH	CNY	14.49	2019/9/2	买入	21.0	1.62	1.72	8.94	8.42	3.54	3.28	10.9	10.7
重庆百货	600729.SH	CNY	28.58	2019/8/28	买入	39.0	2.24	2.74	12.76	10.43	6.22	5.62	14.5	15.6
周大生	002867.SZ	CNY	20.49	2019/8/24	买入	28.5	1.44	1.75	14.23	11.71	11.27	8.98	20.1	19.6
老凤祥	600612.SH	CNY	49.58	2019/8/28	买入	59.6	2.71	3.14	18.30	15.79	7.87	6.75	18.6	17.8
上海家化	600315.SH	CNY	34.40	2019/8/16	增持	37.1	1.06	1.25	32.45	27.52	30.79	24.18	11.1	11.5
珀莱雅	603605.SH	CNY	81.01	2019/8/22	买入	81.5	1.94	2.51	41.76	32.27	31.25	23.75	18.8	19.5
丸美股份	603983.SH	CNY	60.30	2019/9/1	增持	52.0	1.30	1.51	46.38	39.93	42.13	35.58	19	18.1
爱婴室	603214.SH	CNY	39.98	2019/8/13	买入	44.4	1.48	1.75	27.01	22.85	15.94	13.57	15.4	16.3
红旗连锁	002697.SZ	CNY	7.42	2019/8/18	增持	7.08	0.29	0.35	25.59	21.20	17.44	15.86	13.3	13.7
阿里巴巴	BABA.N	USD	165.98	2019/9/9	买入	225	6.92	9.03	23.99	18.38	21.72	16.74	13.5	13.8
京东	JD.O	USD	27.82	2019/8/15	买入	37.7	0.77	1.02	36.13	27.27	27.91	18.23	9.3	7.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 1)表中估值指标按照最新收盘价计算; 2)阿里巴巴 2019E 指 FY2020E(2019/3/31至2020/3/31),采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3)京东采用 non-GAAP 口径 EPS

## 目录索引

一、海外巡礼之 CHEWY: 产品俱全+自动补货, 全民铲屎时代的宠物电商 .....	6
(一) 宠物消费快速线上化, CHEWY 乘势而起 .....	7
(二) 品牌丰富&类目齐全, 一站满足“主子们”的需求 .....	9
(三) 自动补货&高效物流, 优质体验带来铲屎官持续复购 .....	10
二、月度投资策略: 在电商红利赛道中布局估值切换品种 .....	14
三、月度行业数据 .....	16
四、月度聚焦 .....	19
(一) 电商服务系列之导购: 羊毛剪, 种草机, 电商导购的前世今生 .....	19
(二) 化妆品和珠宝行业 2019 年中报总结 .....	20
(三) 板块复苏趋势延续, 行业进入整合重塑期 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表索引

图 1: Chewy 营收及发展历程 .....	6
图 2: FY2018 Chewy 净亏损 2.7 亿美元 .....	7
图 3: FY1Q19 年 Chewy 活跃买家达到 1132 万 .....	7
图 4: 美国宠物市场规模及增速情况 .....	7
图 5: 美国青年人宠物饲养比例提升 .....	7
图 6: 宠物非医疗类服务消费意愿显著上升 .....	8
图 7: 宠物消费有较抗周期特征 (各行业消费增速) .....	8
图 8: 宠物消费电商化率有望持续提升 .....	8
图 9: 2018 年美国宠物市场各品类占比 .....	8
图 10: 美国宠物食品用品销售渠道占比变动 .....	9
图 11: Chewy 市场份额快速提升 .....	9
图 12: Chewy 的营收、毛利及净利情况 .....	9
图 13: Chewy 销售以消耗品为主 .....	9
图 14: Chewy 品牌矩阵情况 .....	10
图 15: Chewy 自有品牌快速增长 .....	10
图 16: Chewy 的宠物医疗训练课程 .....	10
图 17: Chewy app 新增个人处方及兽医模块 .....	10
图 18: Autoship 销售占比稳步提升 .....	11
图 19: Chewy 物流中心分布情况 .....	11
图 20: 管理费用拆解 .....	12
图 21: Amazon 与 Chewy 履约费用率对比 .....	12
图 22: PetSmart 营收及净利润情况 .....	12
图 23: PetSmart 股价走势 .....	12
图 24: Chewy 广告及营销支出情况 .....	13
图 25: Chewy 拉新成本情况 .....	13
图 26: 老客人均消费量逐年增长 .....	13
图 27: LTV/CAC 维持高位 .....	13
图 28: 同一用户群消费稳健增长 .....	14
图 29: 各板块月涨幅 (%) .....	14
图 30: 按主题子板块涨幅 .....	15
图 31: 按市值子板块涨幅 .....	15
图 32: 主要电商公司月涨幅 .....	15
图 33: 申万行业估值横向对比 .....	16
图 34: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法) .....	16
图 35: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 .....	17
图 36: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比 .....	17
图 37: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 .....	18
图 38: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速 .....	18
图 39: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比 .....	18

图 40: 实物电商社零与累计同比情况 .....	18
图 41: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况.....	18
表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%) .....	19

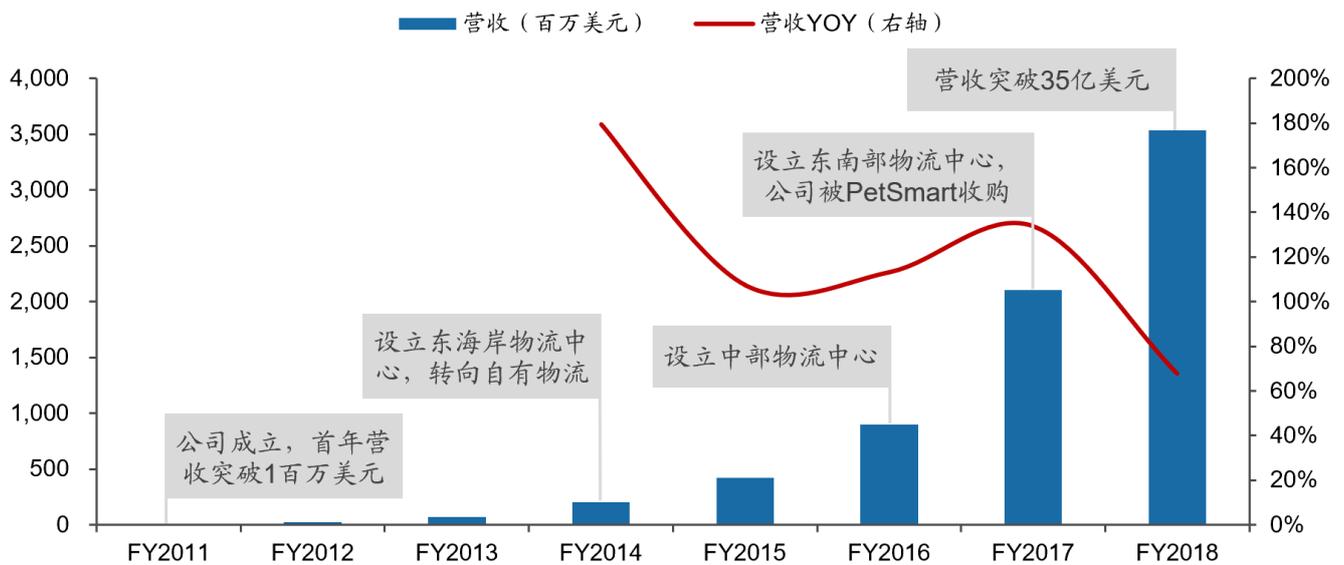
## 一、海外巡礼之 Chewy: 产品俱全+自动补货, 全民铲屎时代的宠物电商

2011年, 宠物电商Chewy于美国特拉华州成立, 专注于为宠物家庭打造便利的在线购物平台, 目前已发展为全美最大的宠物电子零售商, 覆盖宠物日常所需的全品类商品, 拥有1132万活跃买家。

FY2018年, Chewy营业收入达到35.3亿美元, 同比增长68%, 净亏损2.7亿美元。2019年6月14日登陆纽交所, 首日股价上涨59%, 收盘市值达139.5亿美元。

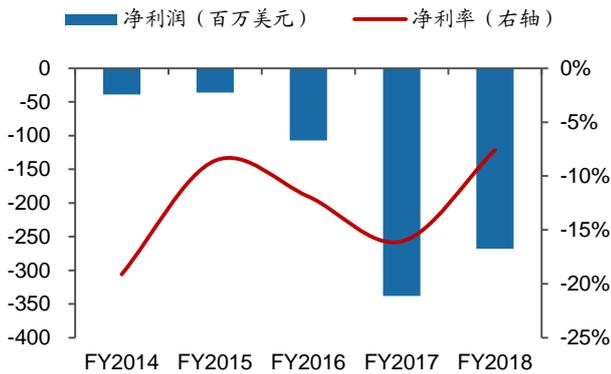
总结垂直电商Chewy崛起的要素主要有三: 1) 美国家庭养宠比例高, 宠物市场规模基数大、稳健增长, Chewy抓住消费线上化机遇; 2) 通过更齐全的品牌&品类、差异化的自有品牌建设、宠物医疗训练等课程体现专业性优势, 抵御亚马逊等综合性渠道的冲击; 3) 自动补货、高效履约等优质服务维持高用户粘性, 老客复购驱动增长、增强盈利能力。

图1: Chewy营收及发展历程



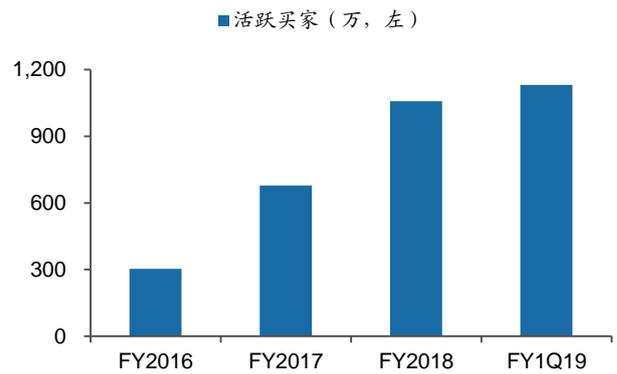
数据来源: Chewy 招股书, 广发证券发展研究中心 (2016年及以前公司财年与日历年相同, 2017年起调整财年计算方式, FY2017截至01/28/2018, FY2019截至02/03/2019, 2017年1月不包含在任何财年, 下同)

图2: FY2018 Chewy净亏损2.7亿美元



数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图3: FY1Q19年Chewy活跃买家达到1132万



数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

### (一) 宠物消费快速线上化, Chewy 乘势而起

Chewy的快速发展受益于美国宠物经济的持续增长与线上化转移。

根据Chewy招股书数据, 2018年美国宠物市场整体规模约720亿美元, 同比增长4.4%, 2005-2018年复合增速为5.5%:

1) 全民养宠, 宠物消费具备孕育垂直渠道的市场基础。2016年有8500万美国家庭饲养宠物(渗透率68%), 对比2010年增长16%; 18-24岁人群饲养宠物比例由2010年的44%提升至2017年的53%。养宠基数决定了宠物商品的大众消费属性。

2) “人格化”推动消费升级, 宠物市场规模稳健增长。根据招股书数据, 近九成家庭视宠物为家庭成员, 宠物主为有机食品、健康保险、护理训练等升级产品支付溢价的意愿逐年上升, 户均宠物非医疗服务年支出由2013年的105美元提升25%至2017年的131美元。

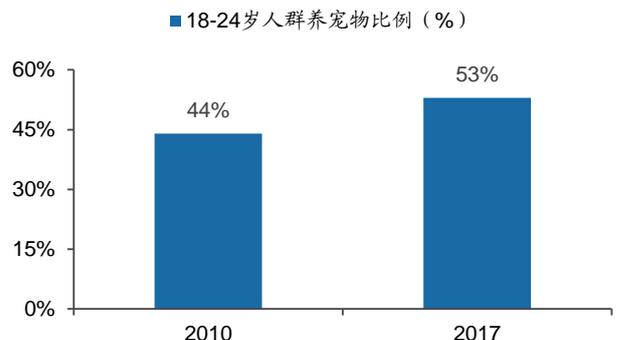
宠物消费具备较强抗经济周期特性, “主子们”的需求从来不能委屈。宠物消费以消耗品、医疗服务为主, 刚需属性强: 根据招股书数据, 2008-2010年美国经经济衰退阶段, 娱乐、食品等消费增速大幅放缓, 而宠物市场依旧保持5%左右的稳健增长; 以2010年为例, 美国娱乐/食品/家用/服饰消费分别下降7.0%/3.8%/2.0%/1.4%, 宠物消费却逆势上升6.2%。

图4: 美国宠物市场规模及增速情况



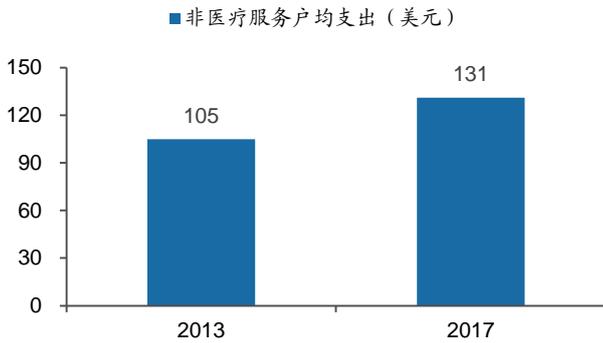
数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图5: 美国青年人宠物饲养比例提升



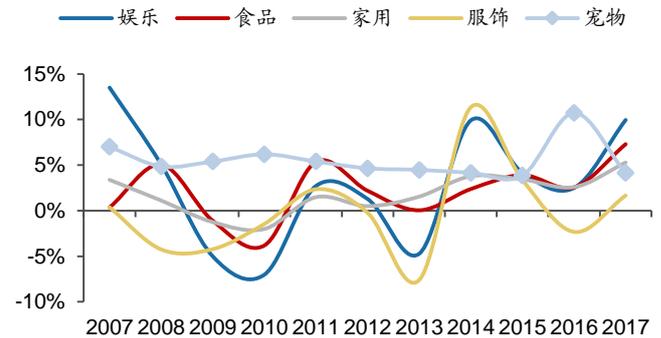
数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图6: 宠物非医疗类服务消费意愿显著上升



数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图7: 宠物消费有较抗周期特征 (各行业消费增速)

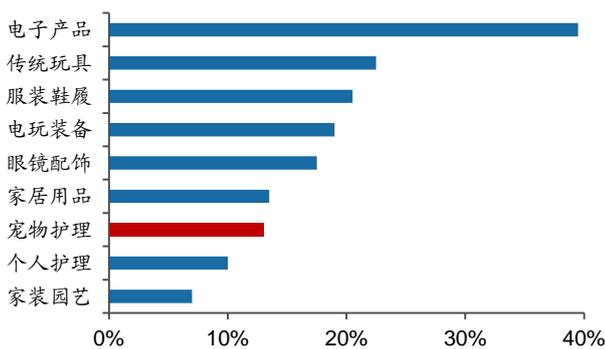


数据来源: Chewy招股书, 美国劳工统计局, 广发证券发展研究中心

**食品用品处于快速线上化阶段。**根据Chewy招股书, 食品、用品为宠物市场消费主体, 2017年占比64%、对应约448亿元。根据Bloomberg数据, 2018年美国宠物食品用品电商销售规模约为80.6亿美元, 2005-2018年电商销售复合增速约27.5%, 线上渗透率由2015年的1.2%提升至2018年的16%。宠物食品用品标准化程度高、易于运输保存, 适宜网购, 有望对标已高度电商化的电子产品、传统玩具等品类的发展路径, 进一步线上转移。

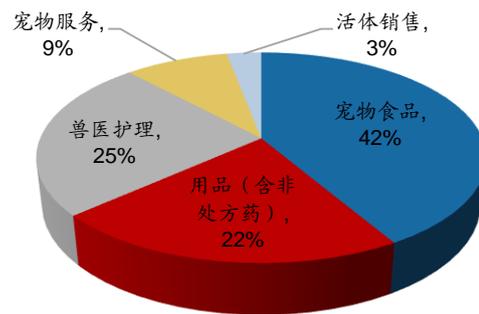
**成立于2011年的Chewy正是抓住宠物商品销售向线上转移的行业红利, 凭借专业竞争力快速提升市场份额, 最终实现收入端高速增长。**结合Chewy招股书与Bloomberg数据, 我们测算2018年Chewy在宠物电商市场中份额约为44%, 居行业首位; 且2016-2018年出现份额增长提速, 2017-2018年Chewy贡献了美国宠物电商62%的增长。

图8: 宠物消费电商化率有望持续提升



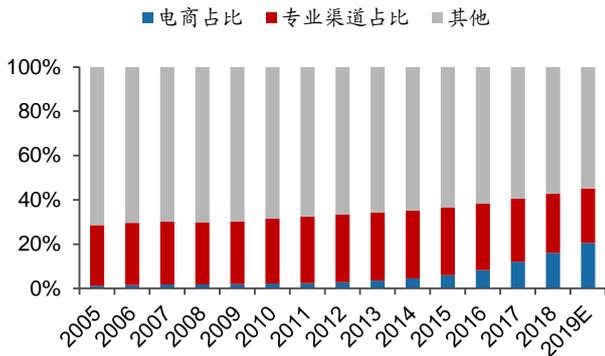
数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图9: 2018年美国宠物市场各品类占比



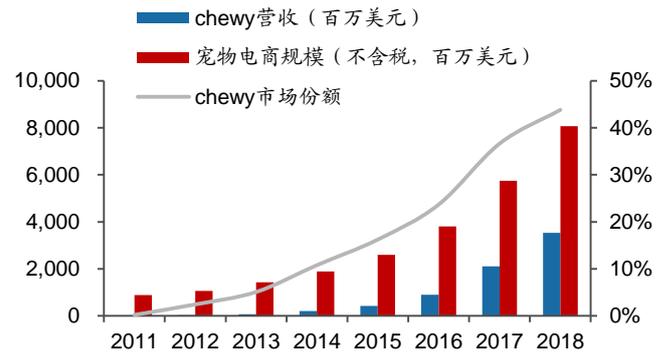
数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图10: 美国宠物食品用品销售渠道占比变动



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图11: Chewy市场份额快速提升



数据来源: Chewy招股书, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

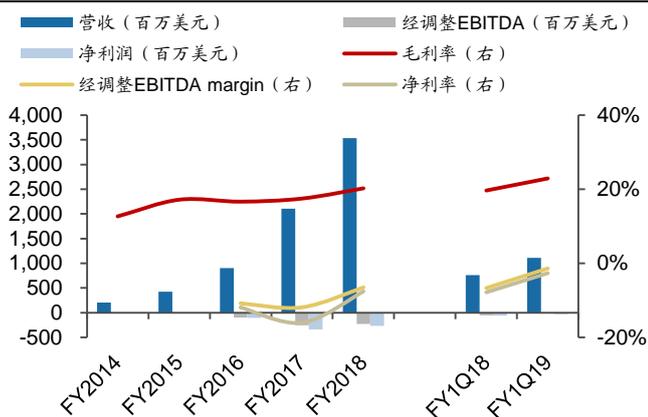
## (二) 品牌丰富&类目齐全, 一站满足“主子们”的需求

大卖场式的一应俱全**是Chewy体现垂直领域专业性的重要维度**。目前, Chewy的供应品牌超过1600个, 且拥有frisco等多个自有品牌, 产品涵盖日常消耗品、药品、耐用品/玩具等全品类, 同时提供训练咨询、课程等附加服务。

FY2018年, Chewy营业收入达到35.3亿美元, 同比增长67.9%; 净亏损2.7亿美元, 同比收窄20.8%; 经调整EBITDA (剔除股权激励摊销等影响) margin为-6.5%。FY1Q19, Chewy经调整EBITDA margin同比上升5.3pp至-1.4%, 接近转正。

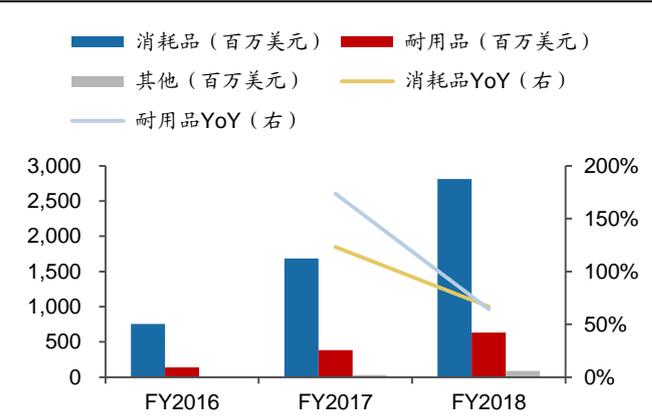
**Chewy为自营型垂直电商, 产品结构以宠物消耗品为主、耐用品(含药品)为辅**。FY2018年消耗品销售同比增长66.7%至28.1亿美元, 营收占比为79.6%, 与FY2017基本持平; 耐用品销售同比增长64.3%至6.3亿美元, 营收占比为17.9%。

图12: Chewy的营收、毛利及净利情况



数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图13: Chewy销售以消耗品为主



数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

品牌齐全满足消费者一站式购物需求, 针对用户需求开发的自有品牌快速增长。Chewy与超过1600个宠物品牌达成合作, 提供超过4.5万SKU, 为消费者提供最充足的选择余地。同时开发多条自有品牌产品线, 提供差异化高性价比商品; 目前, Chewy已推出三个自有品牌 (2016年推出耐用品品牌Frisco, 2017年推出消耗品品牌

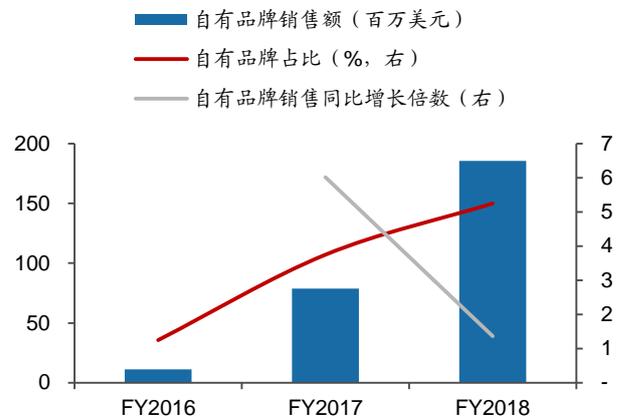
American Journey、Tylee's)，根据招股书数据，FY2018，Chewy自有品牌占总营收约5.3%，自有品牌销售同比增长136.4%、营收占比同比提升1.6pp。

图14: Chewy品牌矩阵情况



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

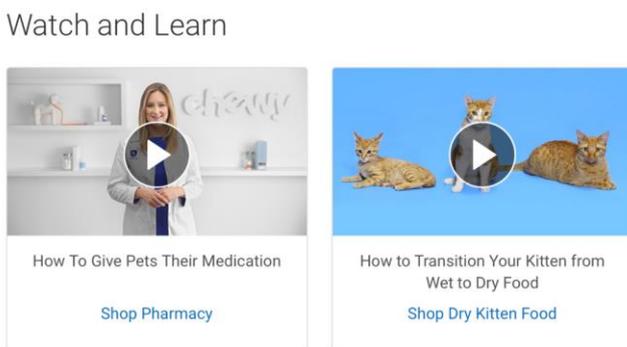
图15: Chewy自有品牌快速增长



数据来源：Chewy招股书，广发证券发展研究中心

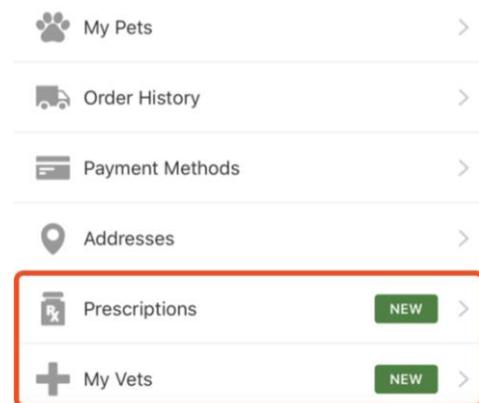
实物商品之外，Chewy为消费者提供宠物训练课程、兽医等服务。用户可通过电话、邮件、在线交谈等方式获取Chewy提供的专业咨询，解决宠物训练等日常非医疗服务需求；目前公司在全美12个站点拥有近万人团队，为用户提供全年24小时不间断服务，平均响应时间为6秒以内。2018年7月，公司推出“Chewy Pharmacy”模块拓展医疗保健服务，主打宠物非处方药品及兽医食谱，FY2018当年即产生收入约1290万美元（约占当年收入0.4%）；考虑2018年兽医护理占美国宠物消费中的25%，保健型消费的线上化有望Chewy为贡献新增长。

图16: Chewy的宠物医疗训练课程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图17: Chewy app新增个人处方及兽医模块



数据来源：Chewy app，广发证券发展研究中心

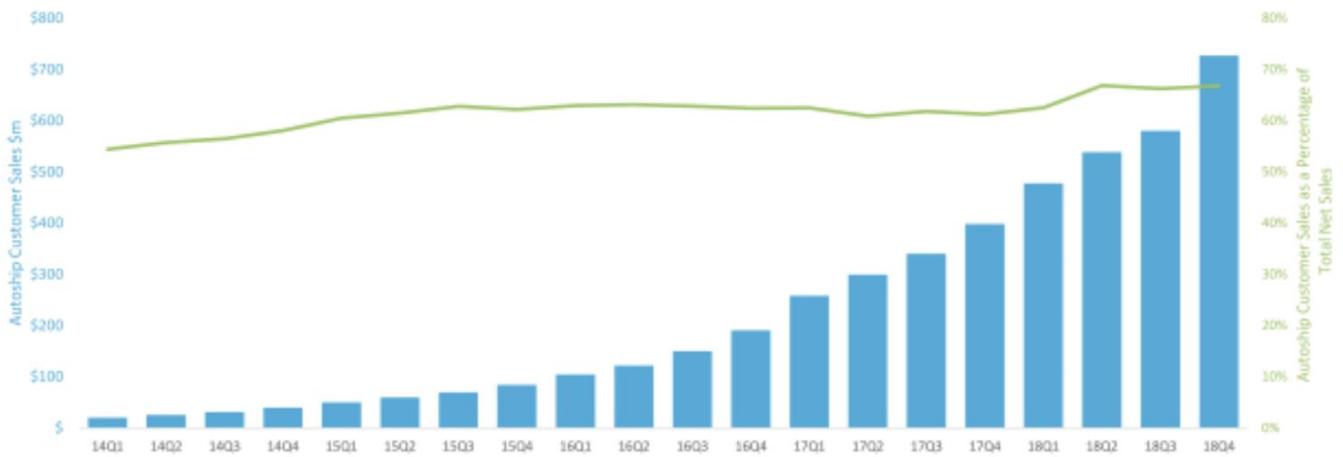
### （三）自动补货&高效物流，优质体验带来铲屎官持续复购

自动补货服务(autoship)积累用户消费习惯、保持用户粘性。Autoship为Chewy的特色服务，用户可自选购买周期进行“订阅”产品，享受每单5-10%的自动优惠（首单优惠30%），且可随时取消；狗猫粮等消耗品具有消费品牌固定、耗用量相

对稳定、需要定期补货的特征，autoship服务为用户节省了定期重复购买动作，提升消费体验。同时，autoship为Chewy筛选出核心用户群，保持老客户复购率、维持流量粘性。

**Autoship用户的基数增加和持续复购已经成为Chewy快速增长的重要引擎。**2018年，autoship用户产生的收入（包括使用autoship服务的用户发生的非autoship购买）已达整体营收的66%（2014年约为55%，呈逐年提升趋势），年销售额由2014年的1.15亿美元迅速提升至23亿；同时，autoship用户的订单平均价格比普通订单高出6%。

图18: Autoship销售占比稳步提升



数据来源: Chewy 招股书, 广发证券发展研究中心

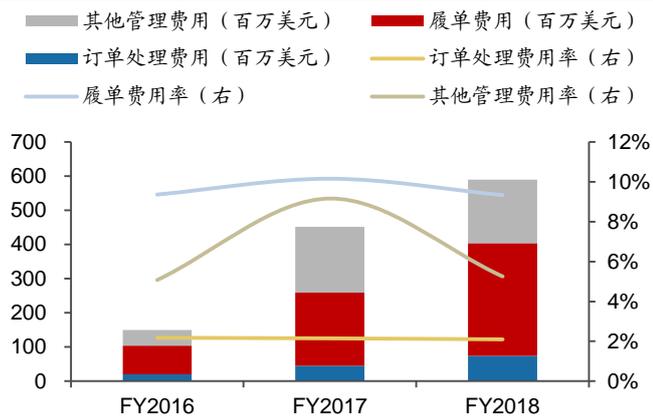
**配送效率比肩亚马逊，满足即时性更高的需求。**Chewy美国境内80%的订单可实现次日达、几乎全部订单在两日内送达，超过49美元的订单均可免费配送，为用户提供比肩亚马逊Prime的购物体验。Chewy在美国拥有7个物流中心，形成的物流体系已可以实现低成本高效配送：Chewy履约成本（含订单处理成本）包含在管理费用中，FY2016-2018履约费用率为11.5%/12.3%/11.4%，其中订单处理费用率为2.2%/2.1%/2.1%，物流性履单费用率为9.4%/10.2%/9.3%。

图19: Chewy物流中心分布情况



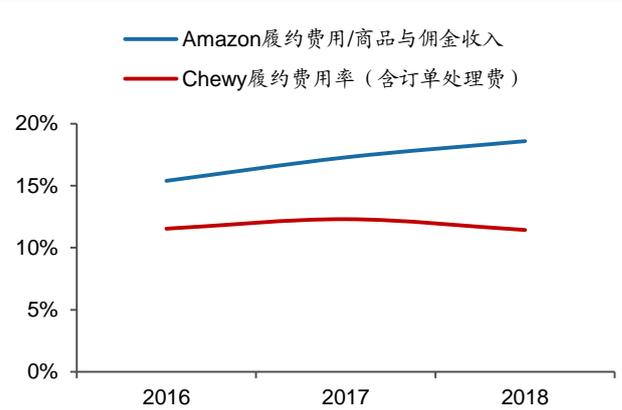
数据来源: Chewy 招股书, 广发证券发展研究中心

图20: 管理费用拆解



数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心 (履单费用已剔除订单处理费用)

图21: Amazon与Chewy履约费用率对比

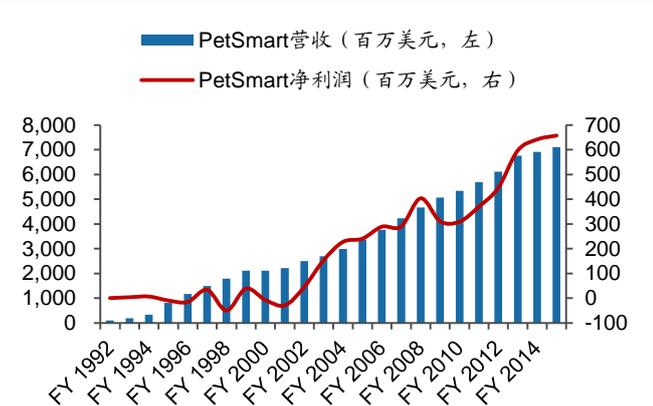


数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心 (Amazon商品与佣金收入包含线上自营、线下实体店、第三方商家服务收入)

**被PetSmart收购, 线上线下强强联合, PetSmart实体店带来全渠道服务优势。**

2017年, Chewy被美国最大的宠物用品连锁店PetSmart收购。PetSmart诞生于宠物市场爆发的80年代, 成立至今已沉淀出的品牌和用户信任; PetSmart 1993年登陆纳斯达克, FY2015营收达71亿美元 (财年至2/2/2015), 同年以87亿美金私有化退市; 目前全球拥有1500多家零售商店, 分布于美国、加拿大、波多黎各等多国, 提供全品类商品与寄养医疗等配套服务, 也拥有自有品牌产品线。2018年, Chewy自有品牌American Journey已进入PetSmart旗下800多个实体店, Chewy同时上架PetSmart品牌产品, 双方在渠道与商品上强强联合, 为消费者提供全场景服务。

图22: PetSmart营收及净利润情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图23: PetSmart股价走势



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

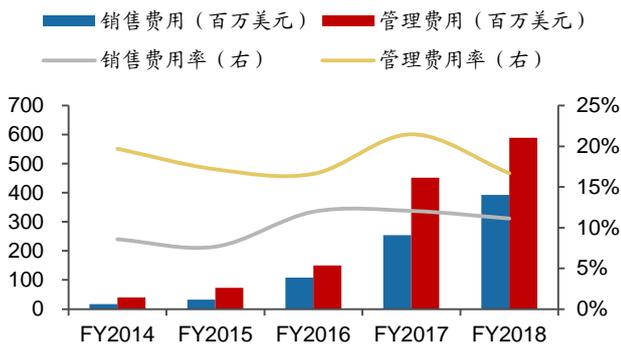
优质购物体验最终带来单用户消费的持续增加。2018年Chewy来自老用户的复购订单约占全年总订单的90%, 从多个维度看用户粘性:

- 1) FY2016-FY2018 ARPU分别为297/310/334美元, 逐年提升; FY2017-2018活跃买家同比增速为124%/56%, 总订单数分别同比增加69.4%/149%, 订单增长爆发滞后用户增长约1年;

2) 观察持续留存的单一用户，消费水平随使用平台时间的增长而提高，次年平均消费将从首年的约200美元跃升至约500美元，随后进入平稳增长阶段，2011年留存至今的核心用户年均消费已接近900美元。考虑CAC（获客成本，customer acquisition cost，定义为当年拉新营销成本除以新用户增加数）与LTV（用户终身价值，Customer Lifetime Value，定义为在该用户身上的累计盈利），Chewy两年期用户的LTV/CAC将超过1x，实现成本回收。

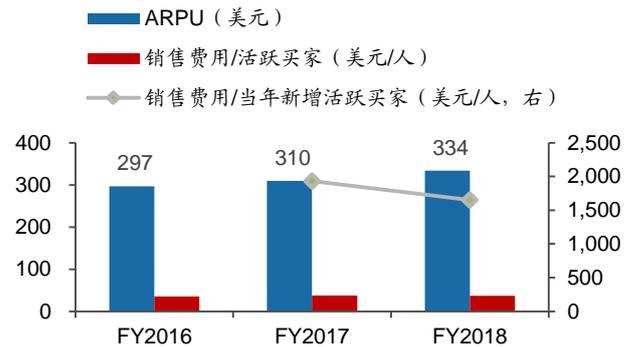
3) 以获客年份划分用户群，同一用户群经过1-2年培育期后将进入复购周期，每年贡献的消费量较为稳定，侧面反映出较高用户留存率。

图24: Chewy广告及营销支出情况



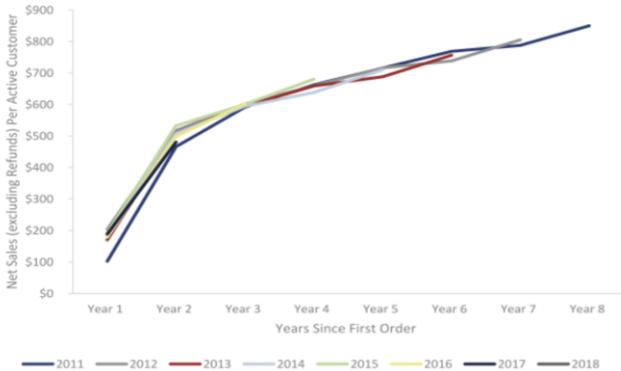
数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图25: Chewy拉新成本情况



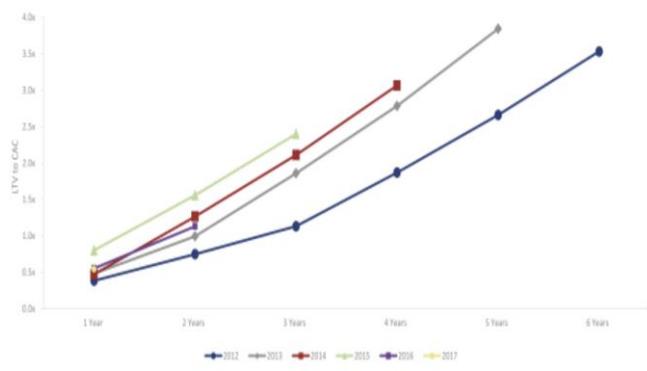
数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图26: 老客人均消费量逐年增长



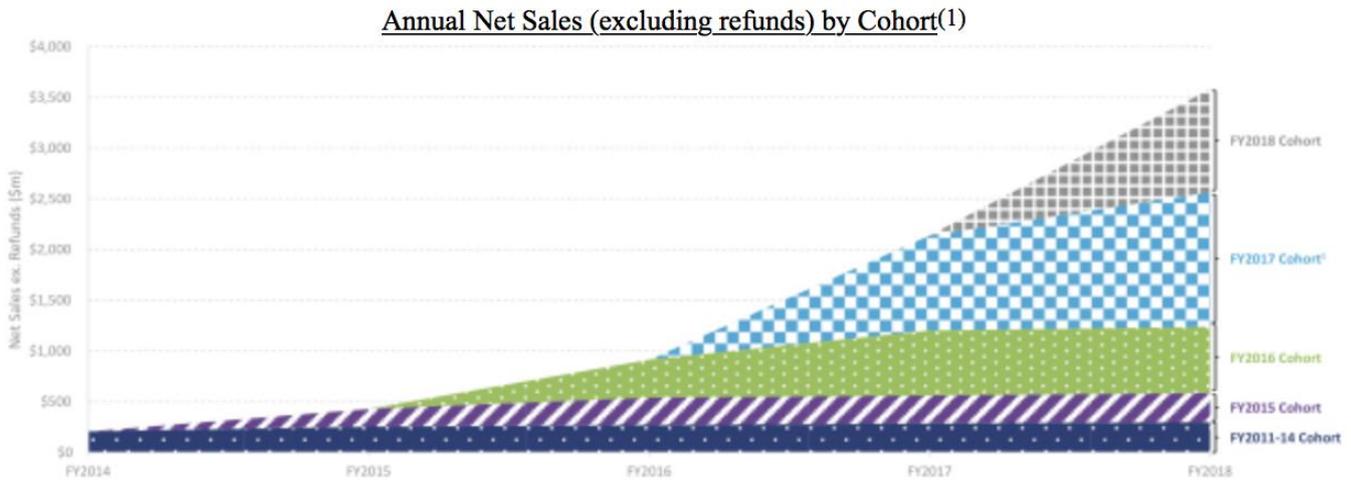
数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图27: LTV/CAC维持高位



数据来源: Chewy招股书, 广发证券发展研究中心

图28: 同一用户群消费稳健增长



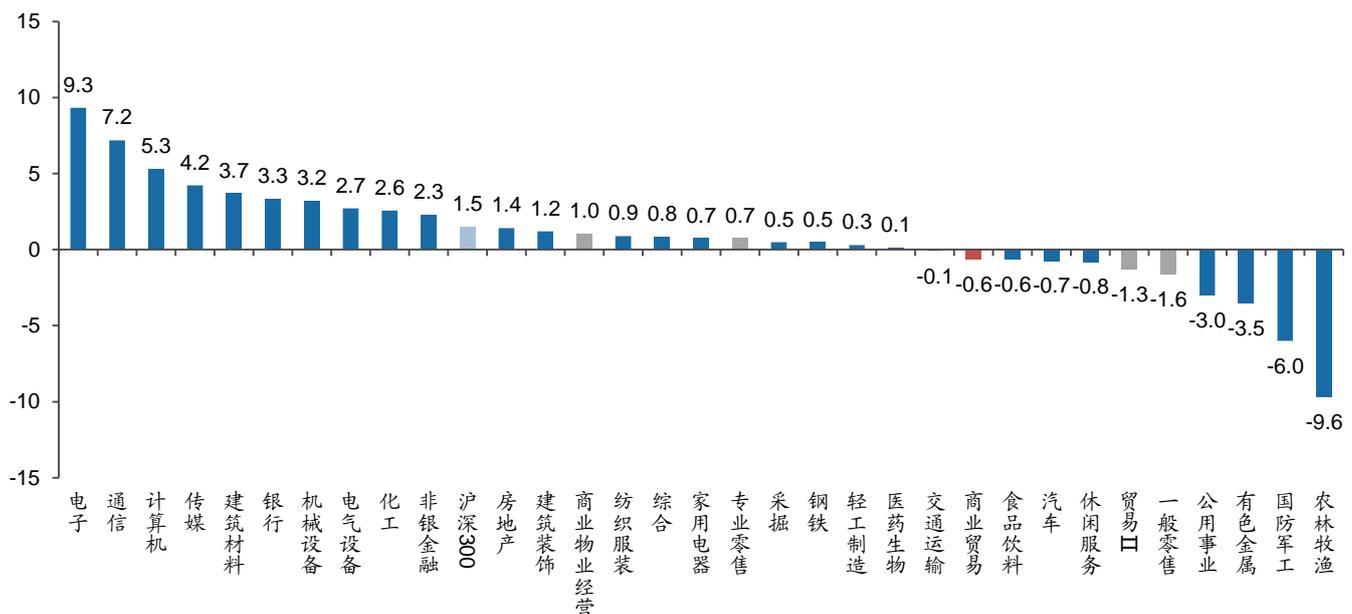
数据来源: Chewy 招股书, 广发证券发展研究中心

## 二、月度投资策略: 在电商红利赛道中布局估值切换品种

9月大盘整体上涨, 截至9月27日收盘, 上证综指收于2932.17点, 上涨1.56%; 沪深300指数上涨1.47%, 其中商贸板块指数下跌0.61%。

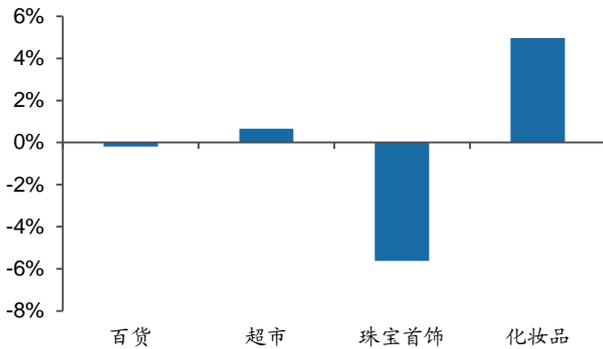
分主题来看, 百货板块下跌0.19%, 超市板块上涨0.66%, 珠宝首饰板块下跌5.62%, 化妆品板块上涨4.97%, 大市值板块上涨1.43%, 中市值板块上涨0.98%, 小市值板块上涨1.28%, 电商板块表现分化, 中概股受挫, 唯品会 (6.81%)、南极电商 (6.18%)、苏宁易购 (-4.19%)、拼多多 (-4.55%)、阿里巴巴 (-5.17%)、京东 (-8.79%)。

图29: 各板块月涨幅 (%)



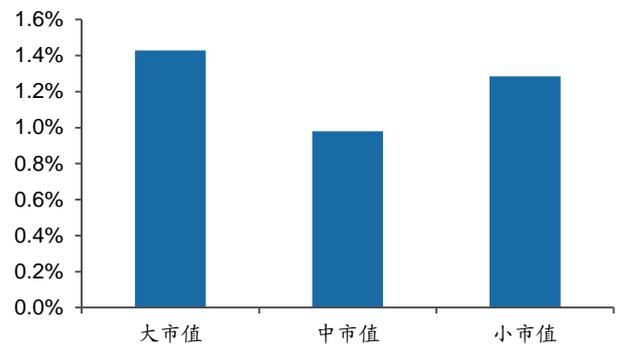
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图30: 按主题子板块涨幅



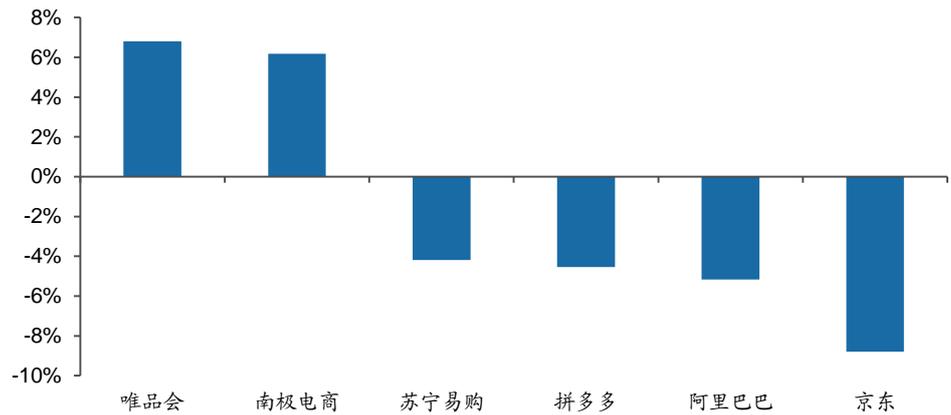
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图31: 按市值子板块涨幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (按市值划分依据为: 50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值; 涨跌幅以算术平均计算)

图32: 主要电商公司月涨幅



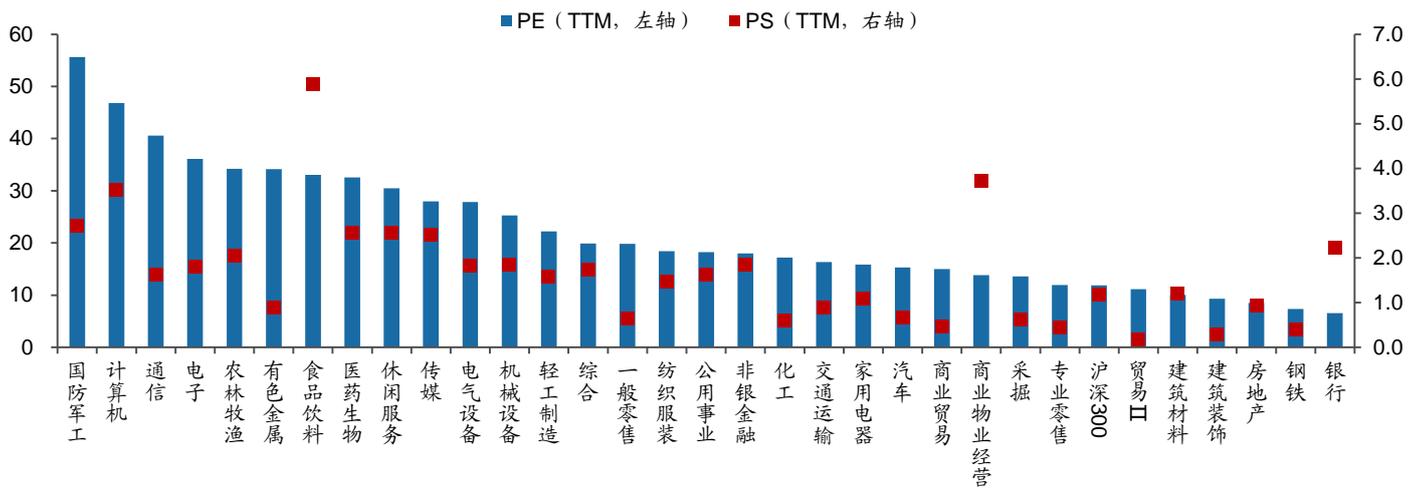
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

10月为三季报披露期,通常也是2019向2020年做估值切换的分水岭。遍历板块内公司,大多数公司在前期上涨过程中已经完成估值切换,仍然有被忽视的品种,应成为四季度首选配置标的。当前,电商依旧是最好的红利赛道,也是孵化成长股的优质土壤。用户下沉、品类扩张、数据驱动、组织变革、技术投入,使得互联网电商巨头始终引领着国内商业的变革,同时也培育了一批电商驱动品牌(不同于淘品牌概念)和电商服务公司。过去每一年,电商的更迭变化总是领先于市场认知,未来也仍然如此。

10月的投资策略围绕估值切换展开,优选低估值高成长品种,其次是合理估值稳增长品种。重点推荐:1)高景气度的电商产业链,享受阿里综合大店红利的品牌;2)保持快速扩张节奏的超市以及珠宝龙头。

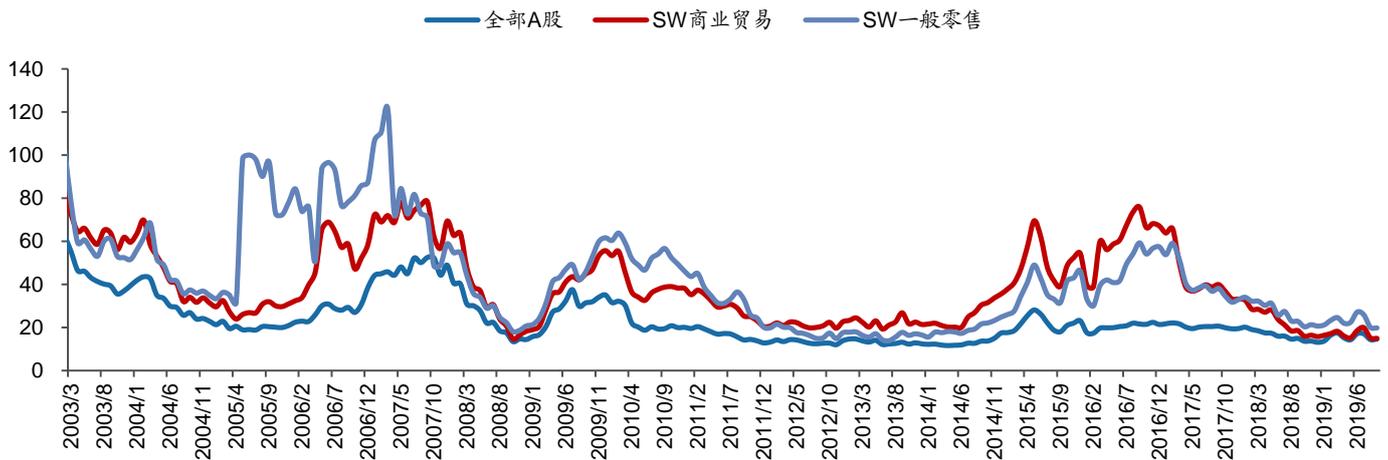
十月组合: 南极电商、老凤祥、周大生、永辉超市、红旗连锁。

图33: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归母净利润或营业收入之和)

图34: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法)



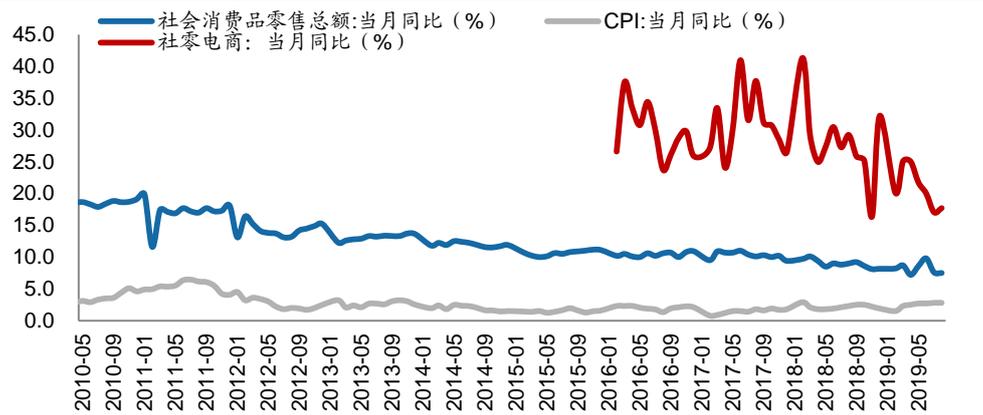
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

### 三、月度行业数据

#### 8月社零同比增长7.5%，汽车再度拖累社零整体增速

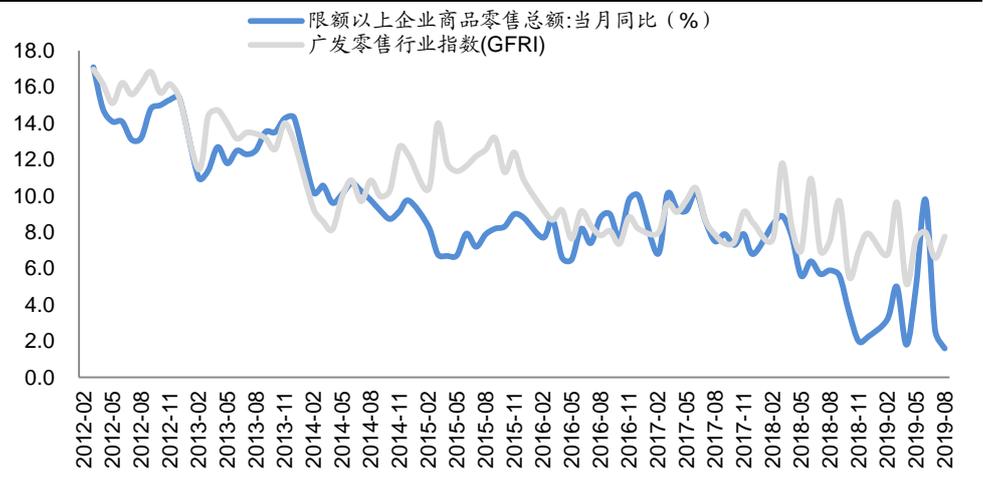
据国家统计局数据, 8M19我国社零总额为3.39万亿元, 同比增长7.5%, 增速环比下降0.1pp, 低于市场预期, 主要系汽车再度拖累整体增速。若基于广发零售指数 (GFRI), 8月消费品零售同比增速为7.7% (统计局限额以上社零商品增速为1.6%), 较7月上升1.2 pp。除汽车以外的消费品增速为9.3%, 环比提升0.5pp。

图35: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比

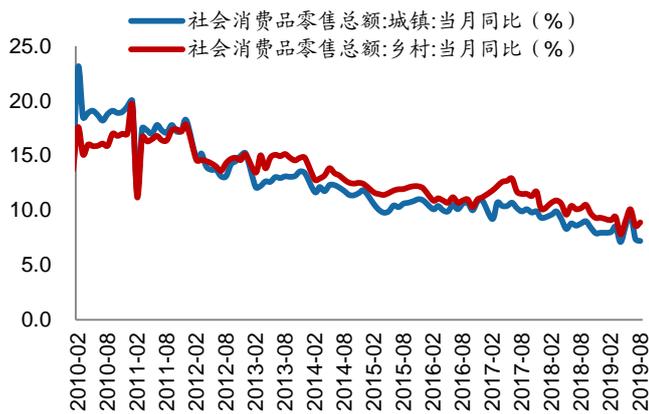


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**分地区, 乡村增速依旧快于城镇:** 8M19城镇零售额2.9万亿元, 同比增长7.2%, 较7M19下降0.2pp; 乡村零售额0.48万亿元, 同比增长8.9%, 较7M19增长0.3pp。  
**分类型, 餐饮增速高于商品零售:** 8月餐饮收入0.39万亿元, 同比增长9.7%, 较7M19回升0.3pp; 商品零售3.0万亿元, 同比增长7.2%, 较7M19下降0.2pp。

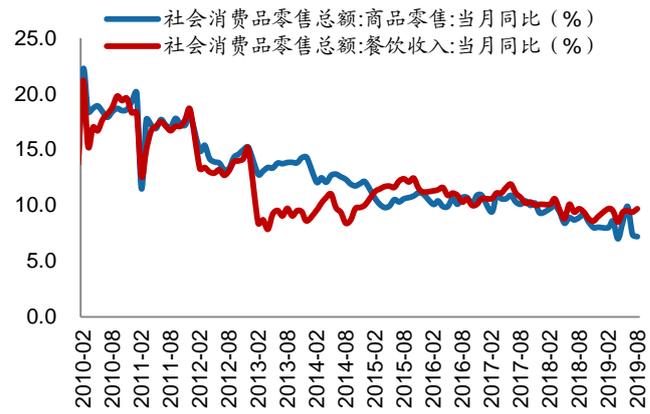
**分品类看, 基础消费品增速稳中有升,** 8M19食品粮油、饮料类、日用品、服装鞋帽增速分别为12.5%、10.4%、13.0%和5.2%, 分别环比上升2.6pp、0.7pp、0.0pp和2.3pp。**可选消费增速呈现分化,** 8M19金银珠宝增速为-7.0%, 环比下降5.4pp, 化妆品增速为12.8%, 环比上升3.4pp。**地产系整体增速略有回升,** 8M19家电和家具的增速分别为4.2%和5.7%, 分别环比上升1.2pp和下降0.6pp。**消费电子类产品表现回暖,** 8M19通讯器材增速为3.5%, 环比上升2.5pp。**汽车零售持续疲态,** 8M19汽车增速为-8.1%, 消费者预期车价持续下行, 保持持币待购情绪。

图37: 社零分地区: 城镇与农村同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

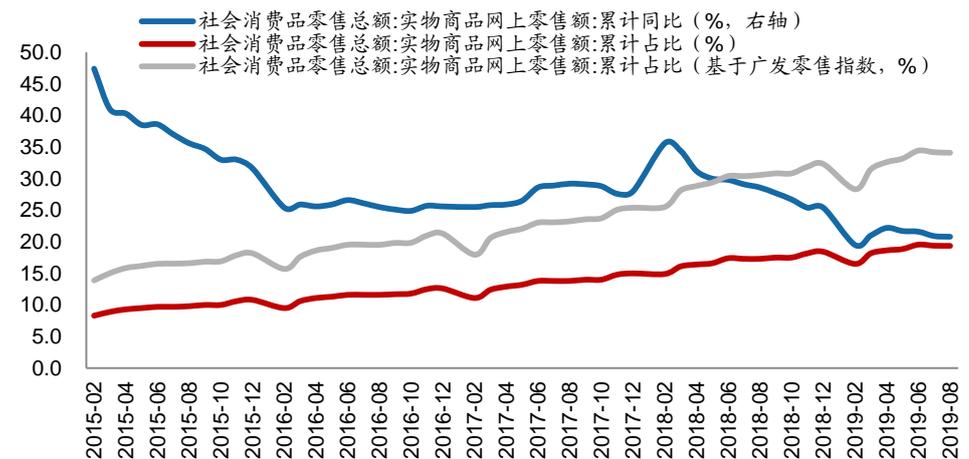
图38: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

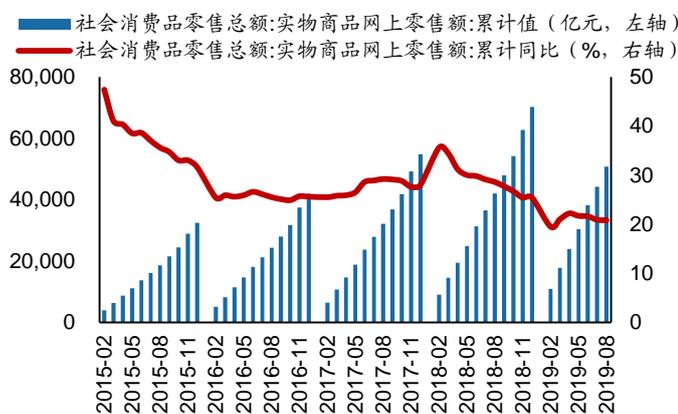
**8月电商增速与渗透率环比稳定有升。**1-8月全国实物商品网上零售额为5.07万亿元, 同比增长20.8%, 电商渗透率环比无变动, 维持在19.4%。分月度看, 8月份电商零售额为0.65万亿元, 同比增长17.7%, 环比上升0.6pp, 主要受益于阿里“88会员节”、苏宁“818”等电商活动日带动。若基于广发零售指数, 则1-8月份电商渗透率达34.1%。分品类来看, “吃、穿、用”的8月份增速分别为30.6%、19.7%和20.2%。

图39: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



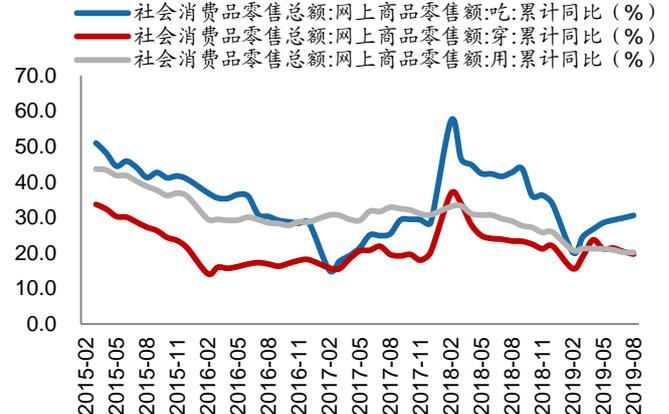
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 实物电商社零与累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

	2018年					2019年							
	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
食品粮油	10.1	13.6	7.7	10.6	11.3	10.1	11.8	9.3	11.4	9.8	9.9	12.5	
服装鞋帽纺织品	7.0	9.0	4.7	5.5	7.4	1.8	6.6	(1.1)	4.1	5.2	2.9	5.2	
化妆品	7.8	7.7	6.4	4.4	1.9	8.9	14.4	6.7	16.7	22.5	9.4	12.8	
金银珠宝	14.1	11.6	4.7	5.6	2.3	4.4	(1.2)	0.4	4.7	7.8	(1.6)	(7.0)	
日用品	15.8	17.4	10.2	16.0	16.8	15.9	16.6	12.6	11.4	12.3	13.0	13.0	
家用电器和音像器材	4.8	5.7	4.8	12.5	13.9	3.3	15.2	3.2	5.8	7.7	3.0	4.2	
文化办公品	5.4	4.9	(3.3)	(0.4)	(4.0)	8.8	(4.0)	3.6	3.1	6.5	14.5	19.8	
家具类	9.5	9.9	9.5	8.0	12.7	0.7	12.8	4.2	6.1	8.3	6.3	5.7	
通讯器材	6.4	16.9	7.1	(5.9)	(0.9)	8.2	13.8	2.1	6.7	5.9	1.0	3.5	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 四、月度聚焦

### (一) 电商服务系列之导购: 羊毛剪, 种草机, 电商导购的前世今生

#### 电商导购: 电商平台的牛犊鸟, 小而美的流量补充

电商导购依附于交易平台而生, 具备辅助用户完成网购决策、促成交易的功能。导购平台的核心价值是为用户提供“薅羊毛”和“种草”的渠道, 相应为品牌商提供低成本流量来源。生意核心在于流量聚集和变现的效率。

复盘国内, 导购行业的变迁与电商巨头的诉求关系紧密: 2006-2012年线上流量红利充足, 导购与电商行业一同快速成长; 2013-2014年, 逐渐壮大的导购威胁到下游电商的流量和利润而遭封杀, 导购龙头纷纷转型自营或海淘; 2015年至今, 电商交易平台与导购平台的体量已然差距悬殊, 电商巨头重新拥抱导购以丰富流量来源。

镜鉴美国市场, 电商导购兴起于上世纪末, 龙头主要有折扣 (如Slickdeals)、海淘 (如Ebates)、内容社交 (如Pinterest) 三大延伸方向, 分别为品牌商提供促销冲量、拓展国际市场、提高成交转化率的价值。

#### 导购进化论: 国内龙头的转型探索

从引流方式来看, 由纯价格驱动转向添加内容社区或配套服务、扩大粘性用户群是行业主流选择; 从变现方式来看, 坚持导购本职与自营商品打造产业链闭环是不同的发展路径, 相应的财务经营表现和价值评估体系均有不同。从头部平台发展历程来看: 1) 返利网等价格型玩家: 折扣返利类业务盈利平稳但存在同质化竞争, 不同平台通过引入特卖、社交裂变等方式寻求用户增长。2) 蘑菇街: 转型自营&定制产品, all-in直播, 发力小程序引流, FY19实现GMV174亿元。3) 宝宝树: 浅尝垂直电商后, 回归母婴社区内容运营。4) 小红书: 爆红于明星KOL短视频带货, 19年5月注册用户达2.5亿, 自营供应链完善尚需时日。5) 值得买: 3C内容见长, 经营稳健, 18年确认GMV达102亿元、ROE 32%, 上市后具备扩张潜力。

### 投资建议：关注内容型平台的增长弹性和流量价值

流量的体量和粘性决定平台的长期价值。对于三类导购的投资机会：1) 价格驱动型：竞争壁垒较低，发展受下游限制程度最高，但有较好的现金流和盈利性，关注返利网、花生日记。2) 内容驱动型：规避供应链风险，充分发挥专注品类或客群的专业价值、塑造用户粘性，关注值得买。3) 自建电商型：商业闭环带来更强的用户粘性和平台独立性，但自建电商需要长期打磨供应链和平台管理，关注小红书和蘑菇街。

**风险提示：**流量争夺加剧，获客成本上扬；下游客户集中度高，核心客户的经营策略变动或引起导购平台收入大幅波动；消费偏好变化，既有导购形式对用户的吸引力下降。

## (二) 化妆品和珠宝行业 2019 年中报总结

### 化妆品行业：正当风口，国货崛起

**行业景气度向上，外资大牌和国货新锐同时靓丽。**19年1-7月我国化妆品零售额同比增长12.7%，在各项消费品中增速领先。一方面，外资头部品牌增长靓丽，1H19欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂中国区可比销售额增速达到20%以上，高端线是主要驱动力。另一方面，新群体、新渠道催生新营销和新品牌，国产品牌借势崛起。

从4家A股上市化妆品公司中报情况看，**成长性：**除御家汇业绩大幅下滑外，其他三家公司基本符合预期，上海家化和丸美股份呈逐季改善趋势。**盈利能力：**尽管各家化妆品公司均在中报提出发力新型营销，但营销费用投入相对克制。4家化妆品公司平均销售费用率同比上升0.5pp，平均管理费用率同比下降1.1pp。丸美股份净利率明显优于同行，1H19达到31.5%。**营运能力和盈利质量：**除御家汇外存货周转天数大幅上升外，其他三家公司营运能力保持健康；丸美股份和上海家化现金流良好。

化妆品行业是红利赛道，但资本化率较低，每家上市公司核心关注点也有所不同。上海家化已经拥有完善的品牌矩阵，增长和估值较为稳定，关注其边际改善迹象。珀莱雅具有高成长预期，关注其线上成长的可持续性，以及多品牌、品类布局的进展。丸美股份的优势在于品牌中高端定位以及眼部护理领域优势稳固，关注点在于能否向年轻消费者和低线消费者进一步渗透，以及能否将眼部领域的优势向其他品类拓展。

### 珠宝行业：景气承压，关注龙头

**2019年上半年珠宝行业景气程度维持低位。**受经济下行压力影响，黄金珠宝行业自2018年下半年起（尤其是4Q18）显现疲软迹象，2019年上半年经济压力持续，珠宝消费也维持低位。**但珠宝行业并非毫无亮点可循：**首先，品类结构更新迭代加快，这在黄金产品中表现更明显，提振终端销售和盈利能力。其次，龙头公司延续逆势扩张，1H19老庙+亚一/周大生/周大福/老凤祥/六福门店分别净增加327/224/162/68/67家，品牌化进程加速。

从中报来看，龙头公司体现出更强的抗周期能力，**成长性：**19上半年7家公司平均营收增速为-0.29%，其中2Q19平均营收增速为-5.12%。1H19周大生和老凤祥收入分别增长12.5%和11.3%，明显优于行业整体。**盈利能力：**1H19珠宝公司毛利

率同比提升1.88pp至25.13%，其中2Q19毛利率提升尤其显著（+3.16pp），受益增值税下调、金价上涨和品类结构优化；平均销售+管理费用率同比提升1.32pp至14.59%。**营运能力：**剔除豫园股份，6家珠宝公司平均存货周转天数同比提升61天至339天，其中周大生同比上升31天，老凤祥同比上升3.3天。

我们对于2019年下半年珠宝行业景气程度的判断仍主要基于宏观经济形势，对珠宝板块整体保持谨慎态度。但行业品牌化浪潮中，龙头公司逆势扩张仍将持续，建议投资者更多把握龙头公司的 $\alpha$ 机会。

**重点关注：**老凤祥、珀莱雅、周大生、丸美股份、上海家化

**风险提示：**宏观经济低迷，抑制可选消费的需求释放；市场竞争加剧，品牌加速开店抢夺市场；新品牌、新品类孵化不达预期。

### （三）板块复苏趋势延续，行业进入整合重塑期

#### 商超板块持续复苏，盈利能力逐步向好

1H19商超板块的整体收入增速为10.2%，行业自2017年起持续复苏。分季度看，1Q19和2Q19商超行业收入增速分别为9.4%和11.2%，其中2Q19环比加速与CPI提升拉动同店增长相关。**商超板块盈利水平继续优化。**1H19商超板块归母净利润增速为1.8%（体现整体盈利能力）；经营性利润同比增长34.1%（体现经营性盈利能力）。**分季度看**，剔除中百集团（同期减少4.26亿拆迁补贴）、新华都（同期增加1.61亿关店亏损）后，则1Q19和2Q19的归母净利润增速分别为37%和35%。

1H19商超板块整体毛利率为22.8%，同比持平，CPI提升对提振毛利率影响有限。**分季度看**，1Q19和2Q19的毛利率为23.7%和22.5%，分别同比提升0.4pp和下降0.4pp。**费用端看**，人工费用率和租金费用率均有所下降，龙头费用端优势明显。1H19人工费用率为8.51%，同比下降0.39pp；若剔除永辉（人工费用率为7.83%），则整体人工费用率为9.15%，同比持平。租金费用率为3.92%，同比下降0.16pp，若剔除永辉（租金费用率为2.71%），则整体租金费用率为5.05%，同比提升0.01pp。

#### 大卖场更加聚焦生鲜食品，发力自有品牌和到家

我国卖场（400-5000平）销售规模增速自2015年起超过大卖场（5000平以上），大卖场加速转型，聚焦生鲜食品、快消品领域，如大润发和家乐福将家电运营外包给苏宁、永辉将服装业务并入食品业务部亦体现这一趋势。**零售新物种依然层出不穷**，永辉Mini店、盒小马、汇米生鲜、Le Marche等新业态持续涌现。同时各商超公司开展基于到店的到家业务，线上销售占比不断提升；并试点中央大厨房发力自有品牌业务，如永辉的彩食鲜、中百大厨房等，2018年中百大厨房已实现扭亏为盈。

#### 板块复苏趋势延续，行业进行整合重塑期

随着电商增速放缓和对实体零售冲击的减弱，各商超公司持续夯实商品运营能力，积极拥抱互联网，发力自有品牌和到家业务，自2017年以来持续复苏。同时，龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额，行业集中度缓慢提升。随着2019年食品CPI稳步上行，对超市板块的同店增长有提振作用，我们**建议关注具有扩张性的龙头公司**，如永辉超市、家家悦、红旗连锁等。

**风险提示：**人工租金成本持续上涨，带来运营成本提升的压力；互联网巨头持续加码线下，行业竞争不断加剧；电商保持高速增长，对实体零售形成分流。

## 风险提示

1. 宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
2. 资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
3. 人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
4. 电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
5. 资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。

## 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。

高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 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。