

# 零售电商行业2020投资策略： 狂潮褪去，本值归来

证券分析师：丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

研究助理：吴凡

二零一九年十二月

- 1、电商：**随着中国电商在消费品零售总额渗透率接近20%（为全球渗透率之最），中国电商整体增速已日渐呈现平缓趋势，我们判断2020年电商行业的整体增速将进一步下行。中国电商已经走过了“把东西搬到线上卖”的时代，在当前的技术发展水平下，适合拿到线上卖的商品多数已经渗透较为充分。而2017-2019年，随着资本涌入，出现了部分平台将成本效率并不适合原始电商模式的商品搬到线上以原始模式售卖。由于这些平台在整个商品流通到消费者手中的链条上，并未相比现存模式提质提效进而创造价值。虽然短期拉动了电商行业整体增长，但其本质上为靠钱买出的“伪需求”。零售本质的效率与成本驱动是不会改变的，越来越多并未从零售本质上创造价值的公司将在2020年逐渐退出，中国电商将由“量”的时代更加清晰地切换到“价值”时代，“百亿补贴”等将只是短期现象。待狂潮褪去，将使电商行业整体在2019的高基数下增速进一步放缓，进而牵动多个如物流、广告等多个电商相关的产业，应提早加以预见。
- 2、百货：**百货板块是目前零售中最被低估的板块，百货是近10年来受到电商冲击最大的线下零售业态，由于其售卖的主力商品的整体渠道成本（显性渠道成本+隐性成本）显著高于电商零售，使百货购物中心板块的公司承压近10年。但是当前百货购物中心板块公司的估值经过多年消化，已经非常低，低于甚至远远小于市净率的情况比比皆是。我们认为，随着业态逐渐调整，当前百货已承载更多生活服务属性，更多地从非卖货的角度满足消费者需求。同时，由于很多板块公司占据了不可复制的商业物业资源，具备核心壁垒，无论是从内部驱动还是外部驱动，未来提质提效是逻辑必然事件，特别是在一线城市核心区占据不可复制优质资源的公司。

- 3、超市：**超市一贯是被认为比较难被电商冲击的线下业态，所以一直享有比百货明显更高的估值以及更好的投融资环境，超市板块龙头公司融资亦较为频繁。但当前经营模式及存量店铺下，风险大于机遇。我们一贯的观点是，超市短期业绩增速并不能说明太多问题，分析其业态是否为中长期消费者所喜爱才是关键。户均人口下降，标准化日用品的电商入仓模式替代等等，都将促使中国超市向“小型化”“专注食品化”方向发展，小型食品超市将成为中国超市的主流，而存量超市面临较大的风险。而一些试图替代超市的纯生鲜到家模式，面临着更大的风险。
- 4、咖啡：**咖啡是未来中国零售市场上鲜有的优质赛道，中国的咖啡市场非常特别，虽然经济取得了长足发展，但是消费者对于咖啡的购买力却依然很低（城镇居民日均可买3杯）。导致咖啡在中国不能被消费者“日常喝”，亦无法做到“好喝的”，整体需求仿佛“睡眠中”，我国人均咖啡消费量年0.13公斤处于世界极低水平。纵观世界，除了欧美国家，东亚及东南亚多数国家均逐步培养起了咖啡消费习惯。而当前如瑞幸咖啡，通过针对中国特有的商业模式，提升了咖啡销售效率，降低成本，解决了中国咖啡面临的无法“日常喝”与“好喝的”问题，在逐步“唤醒”咖啡需求。当前中国咖啡市场增速非常迅猛，十倍于世界增速，未来有望维持多年高速增长。
- 5、推荐标的：**我们从以上各个板块中，精选出其中相对最具价值的标的，建议关注：
- ✓ 瑞幸咖啡（高效的商业模式，并非依靠补贴，解决了中国咖啡的本质“日常喝”与“好喝的”的需求，壁垒逐渐形成，发展空间很大）
  - ✓ 百联股份（占据了一线城市核心商圈不可复制的稀缺资源，壁垒难以被突破，未来提质提效是逻辑必然，百货板块中最被低估的标的）
  - ✓ 家家悦（超市业态以中小型食品超市业态为主，是消费者中长期喜欢的业态，区域形成了供应链优势，扩张亦符合基本发展规律）
  - ✓ 京东（京东的商业模式不存在问题，中国电商转向价值导向的趋势利于自营比例大，持续向降本增效基础设施投入的京东，但管理明显需要提高）

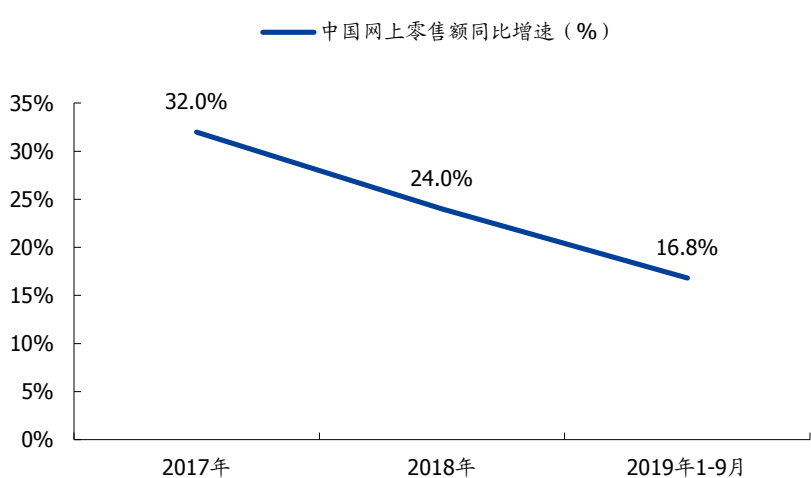
# 电商零售

## “量”驱动转向“价值”驱动，潮水将退

2020年，适合电商模式经营的商品被覆盖较为完全，电商将更加注重在商品质量、供应链、物流、流量转化率等方面竞争力的比拼。而资本助推创造出的电商需求，将会逐步退出，这将使近两年被资本推动出的电商增量消除，进而有可能使2020年电商行业的整体增速更快速放缓。

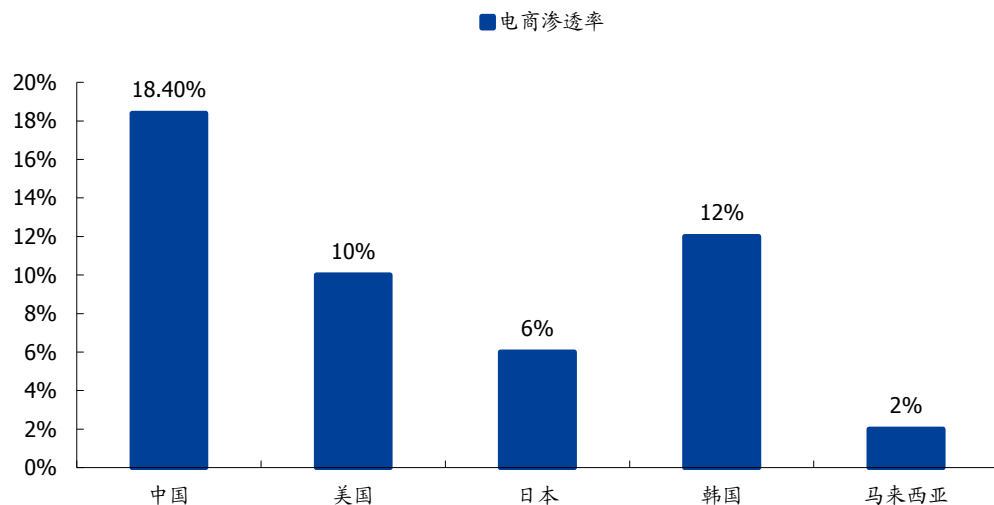
随着智能手机及互联网普及红利的结束，中国电商早已走过超高速增长的时代，近些年整体增速逐渐下滑，而网上零售的整体渗透率，已经接近20%，位居世界首位。适合电商模式经营的如服装等商品，渗透率更高，刨除掉石油、烟草等电商将来亦难以渗透的品类，我们估算中国电商渗透率已超35%，而这必将在近期引起一系列变化。

图表：中国网上零售额同比增速



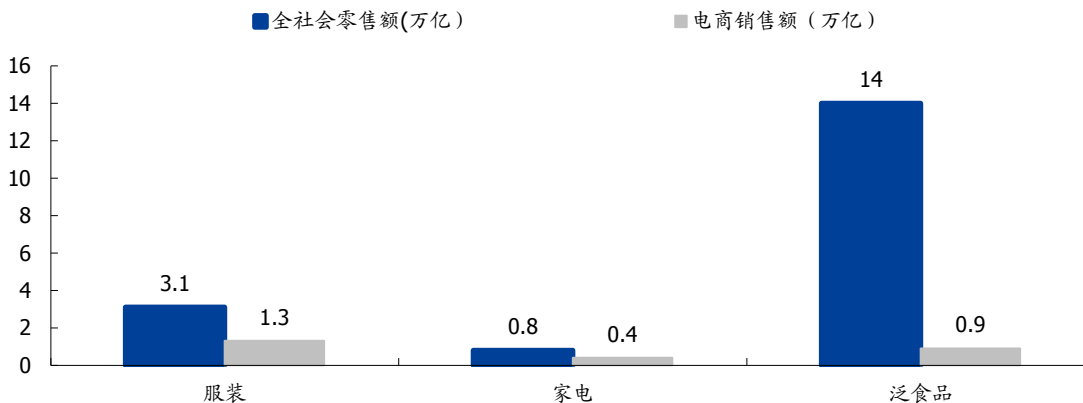
资料来源：CAICT，国盛证券研究所

图表：各国电商2018年渗透率



资料来源：CAICT，Shopee，国盛证券研究所

图表：服装、家电、泛食品电商当前渗透率



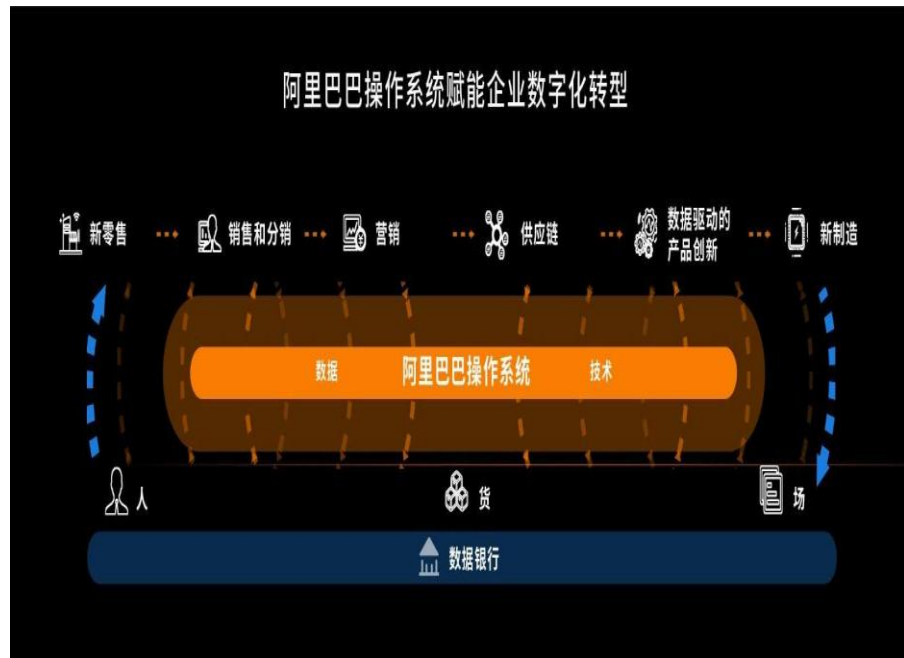
资料来源：电商平台数据整理，国盛证券研究所

# 技术驱动下的B端成本效率将成争夺焦点

- **1.催生资源向B端商家商品的倾斜：**电商之前扩张的主要方式是获取C端流量，扩大经营品类，如阿里由服装起家，向家电3C等品类扩张，而京东由家电3C起家，后续积极向服装类商品扩张。但是目前来看，各个较为适合电商模式的商品品类的渗透率均已经较高，如服装类的渗透率已达40%-50%，3C领域同样竞争激烈。接下来一段时间，电商平台将更加注重提升商品的商品力，而不是品类的扩充，从而树立自身的竞争力。
- **而提升自身平台商品竞争力，关键依靠的是电商平台多年的技术、数据、基础设施积累，而并非“商业模式”的创新。**以往在流量时代，如拼购，拉新等所谓“商业模式”更多地是围绕流量获取模式展开的，但当前中国电商已经走过了主要由流量驱动的时代。而电商平台多年沉淀的资源将发挥“胶水”一样的作用，把消费者的需求与商家更精准地对接。当前阿里与京东都利用自身的优势发力此项业务，阿里主推的商业操作系统，京东的中台战略，都是聚合“胶水”，进而打造B端，商品竞争力的必要环节。

图表：阿里巴巴商业操作系统示意

图表：京东推进企业信息化服务



资料来源：新浪，国盛证券研究所



资料来源：快科技，国盛证券研究所

- ▶ 而在部分品类商品上，由于这些技术进步“胶水”发挥的作用，使供需信息传递的效率大幅提升，一些商品的生产销售环节，已经颠覆了已有的产销效率。比较典型的在服装新品产销上，以往需要数月甚至半年以上的新品设计生产销售流程，由于消费者的反馈被及时分析及传递到商家，新品迭代有时可以被缩短到两三个星期。同类的例子还有一些零食、快消品上。
- ▶ 而2019年，非常火热的“C2M”词汇，其实并非新鲜的概念。我们认为，使消费者的需求与商家，制造商更精准的对接，即是C2M，而C2M本身并非一个商业模式，而是一个长久持续的过程，更不是某平台特有的商业模式。目前，整体C2M模式依然处在起步阶段，决定未来C2M效果的，将由电商平台通过多年发展，积累的技术、数据、零售基础设施等“胶水”来决定。

图表：京东C2M工作法



资料来源：搜狐，国盛证券研究所

图表：阿里定制产品



图表：京东定制产品



资料来源：Citnews，中国网库，国盛证券研究所

➤ **2.由获取流量向提高流量转化率转变：**电商增速放缓另一个重要原因是，智能手机红利以及用户使用时长到顶。新的流量增量已经基本到顶，当前人们生活中的流量甚至有些过于多了。

➤ 根据《2019中国网络视听发展研究报告》显示，2018年12月，中国网民平均每天用手机上网5.69小时。而根据CAICT的数据则是中国网民平均每日上3.9小时网。

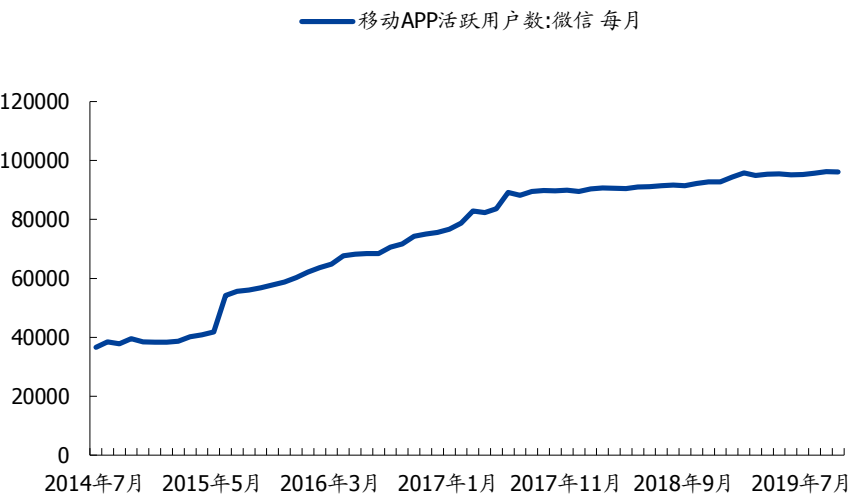
➤ 所以，在这种情况下，电商需要将现有流量更好地加以利用，并提高转化率，才能继续驱动业务增长。

图表：中国网民手机使用时长



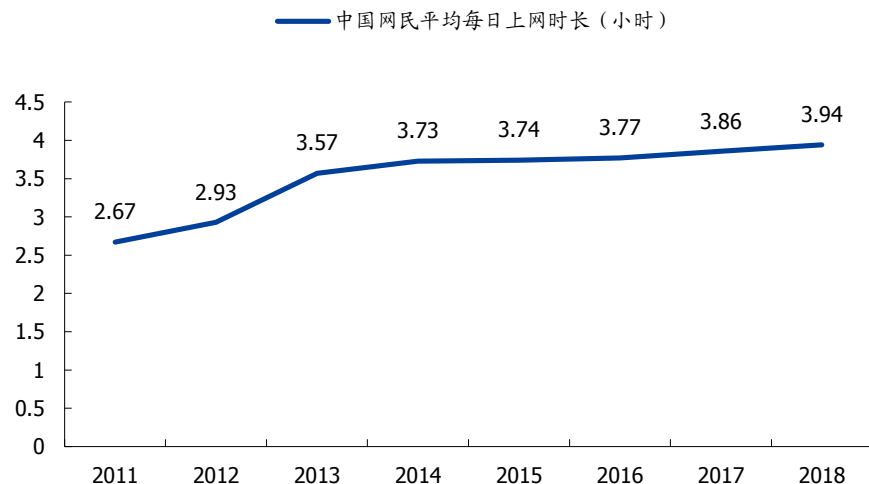
资料来源：中国网络视听发展研究报告

图表：微信活跃用户数



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表：中国网民每日上网时长



资料来源：CAICT，国盛证券研究所



- 各家电商平台当前都通过自己“千人千面”的算法，使推荐商品更加精准地去寻找用户，从而让拥挤的APP页面得以更高效的利用。（但是我们认为，“搜索”的人找货流量依然是电商未来的主流，推荐流量依然是辅助）
- 但是这依然无法完全适应如今庞大的商品体量，手机的屏幕是有限的，流量总体呈现越来越贵的态势，就可以证明这个问题。

图表：拼多多，淘宝页面推荐商品类似



资料来源：拼多多，淘宝，国盛证券研究所

未来最能提升流量转化效率的，将是流量的“专业性”也可以理解为针对于商品的内容质量。我们认为近期增长较快的直播电商，网红带货，其本质还是提升了流量的“专业性”和“针对性”，打破了以往传统电视广告等的广撒网模式。

在这方面，阿里无疑占据了优势，其已经有一批能够产出专业性流量内容的带货主。同时阿里对多个流量平台入股布局，由于不同平台对于不同商品的转化率是不同的（比如微博对时尚转化效率高，而懂球帝对体育产品转化效率高，美食主播的食品商品转化率高），阿里可以在各个平台切换自如，使流量得以更高效精准的转化。

图表：网红带货与专业性内容提高转化率



资料来源：腾讯视频，淘宝。国盛证券研究所

# 怎么提升转化率呢？——强化“店”的概念

- 内容的专业性建设并非一个平台自身能够完成的，需要众多的商家共同努力。而对于平台来说，则需要将“店”的概念不断强化，形成消费者对店的信任，黏性，使消费者并不需要很多流量投入，而自发地形成购买习惯，2019年，三只松鼠，如涵分别上市，其本身都是起步于淘宝店，当店越做越大，进而形成品牌，使消费者得以不付出许多决策成本，即可以形成复购。
- （当然，这也与平台电商当前的盈利模式存在一定冲突，不过在部分品类强化“店”依然是正确策略）

图表：从淘宝起家的如涵上市



资料来源：腾讯新闻，国盛证券研究所

图表：从淘宝起家的三只松鼠上市



资料来源：腾讯视频，淘宝，国盛证券研究所

➤ 提高转化率并不限于以上几点，对于数码、食品、日用品等相对个性化较低的商品来说，信任对转化率的影响更大。

➤ 信任对于消费者我们认为分为两方面，一方面是“质量的信任”，即消费者相信买到的东西是有品质保障的，另一方面是“性价比的信任”，即消费者相信没有花冤枉钱。这样建立起完整的信任感，即可以用很少的流量建立很高的使用黏性。美国的Costco在这两方面的信任均做到了，所以Costco相比其他零售商可以做的更为出色。

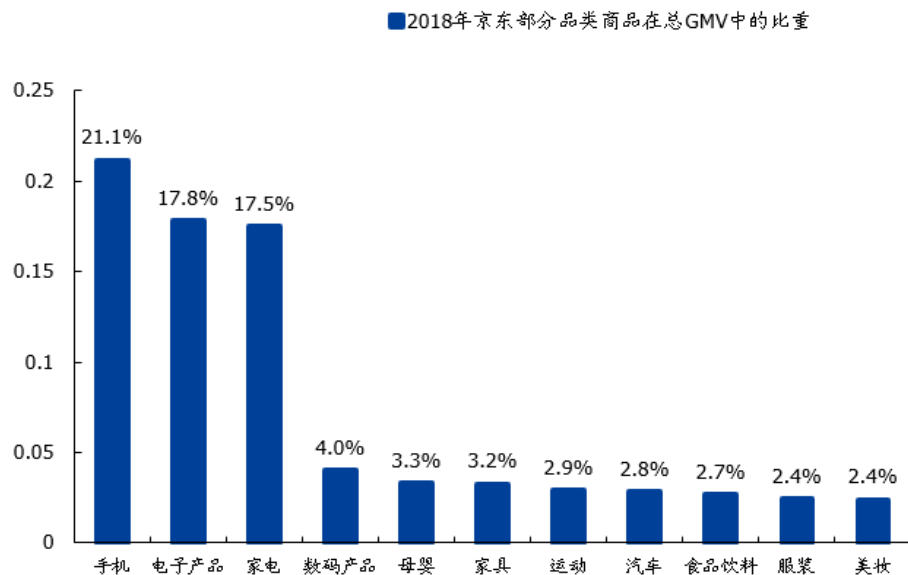
➤ 而对于中国电商而言，目前质量的信任依然是京东保持领先，京东也是以经营品牌货为主。同时，京东对零售基础设施多年的投入，可以帮助众多成熟品牌方实现更高效的物流与售后，提升整体零售运营效率。所以我们认为京东目前依然有较大的上升空间，如能简化繁杂的购物券等流程，特别是提升plus会员的购物体验，在“性价比的信任”上更进一步，并改善管理，依然有望实现更大的增长目标。

图表：Costco上海首店生意火爆



资料来源：国盛证券研究所

图表：京东各品类商品占GMV比重



资料来源：京东，国盛证券研究所

- ▶ 拼多多等的出现引发“下沉市场热议”：拼多多的出现，使部分人相信，中国电商市场还存在一个尚未被开发的空白“下沉市场”，中国电商未来依然有红利可吃。而后淘集集，资讯界的趣头条等，均以“下沉市场”作为主打定位，并以低价商品和补贴作为重要抓手，短期累计了大量的用户，拼多多超5亿，淘集集高峰期有1.3亿。
- ▶ 但真实的情况是人口红利早已不在：当前阿里已经拥有近7亿的年活跃买家，拼多多5亿，京东3亿。而通过9-9.5亿的微信活跃用户，5亿的15岁以下60岁以上人口数量，我们判断中国电商的买家天花板数量不过为7亿左右，安装拼多多APP的用户，多数情况下本就是淘宝的用户，当前的重合度更是已经非常高。我们认为，其实并不存在某一空白人群，尚未被电商所挖掘，中国电商人口的红利已经不复存在。

图表：电商用户人数与潜在用户群体直观对比

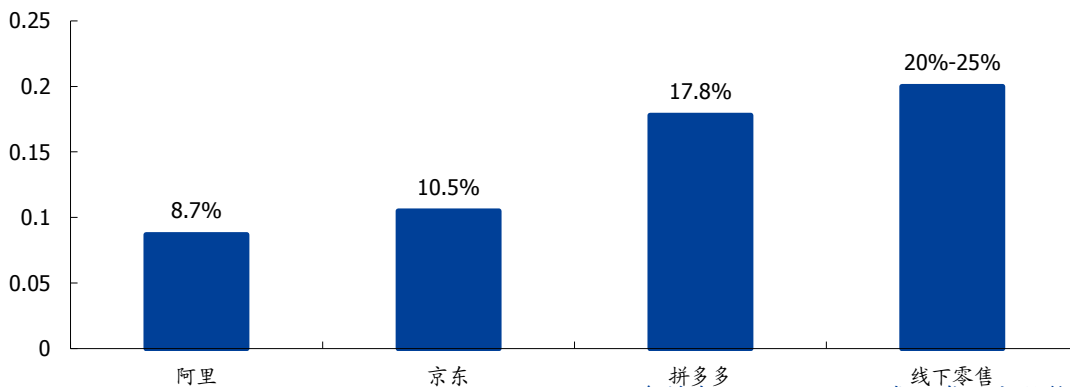


资料来源：阿里，拼多多，CAICT，Wind，国盛证券研究所

拼多多等2020或将退潮的一个重要原因是：平均40元左右的商品，真的适合用电商模式去做吗？其整体的渠道成本，不谈与阿里京东相比，甚至类似于线下零售的成本，高额补贴只是等同于转移了成本比例给平台自身，创造了需求，但从商品全链条看创造的价值存疑。持续采用这样的模式经营，商家承担如此高成本是无法盈利的，在规模效应最强的2017-2019高速增长期，拼多多渠道成本的比率依然没有收窄的态势，未来将更难以压缩。消费者对于“便宜”的追求当然是无止境的，足够便宜自然有足够多的需求，但是“补贴出的便宜”这类需求我们认为本就是伪需求，在现有技术条件下，如果持续无法在从整体看的商品流通环节整体中创造价值，任何一个电商模式掀起潮水后都将退潮。

图表：当前从商品产出到顾客手中的可比全链条成本

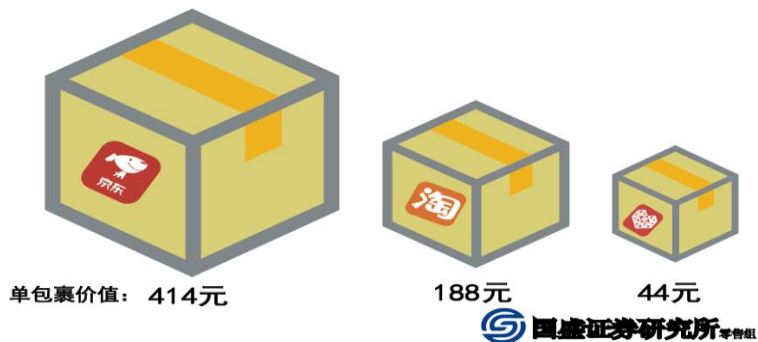
■ 从商品生产流通到消费者手中的过程成本率(%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所整理

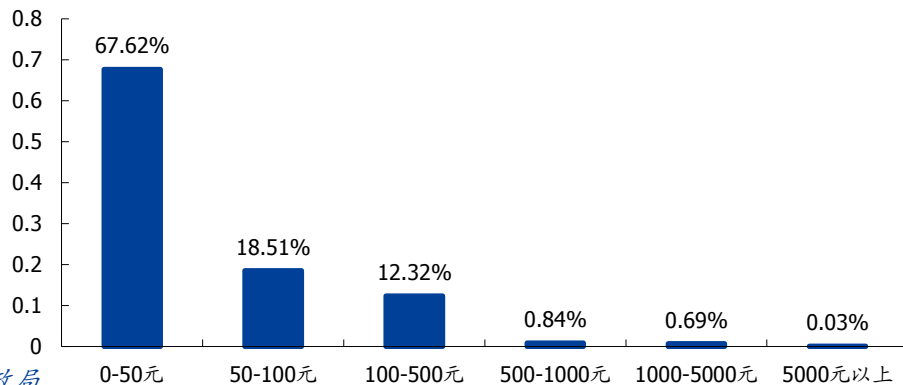
图表：京东，阿里，拼多多电商包裹价值对比

图表：拼多多商品标价分布



资料来源：国盛证券研究所，公司公告，国家邮政局

■ 拼多多商品标价分布



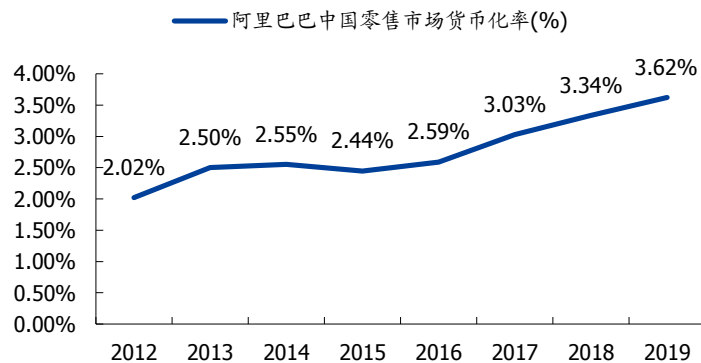
资料来源：拼多多APP，国盛证券研究所

# 量上的增长困难，电商直接变现能力增长亦难

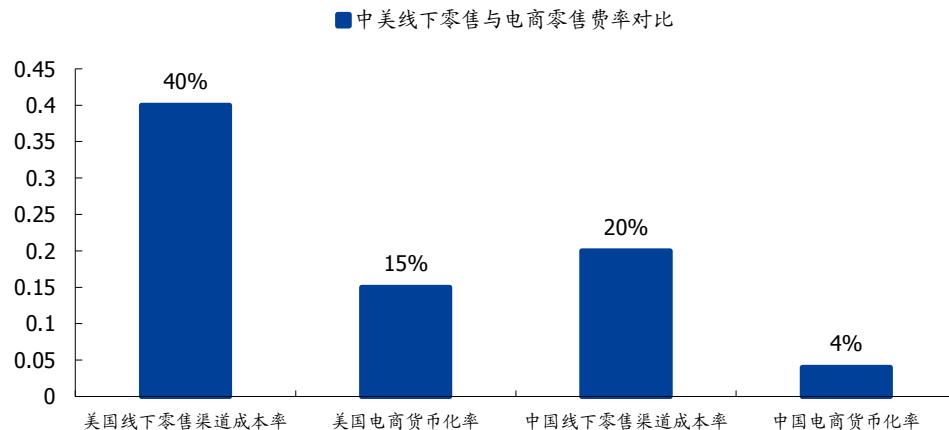
既然人与货的“量”的增长将会比较困难，而且部分电商将会退潮，那么变现能力盈利能力呢？

➤ **电商的变现能力天花板由线下零售渠道成本决定：**中国的电商货币化率相比国际水平并不高，量的增长困难后，是否可以持续地提升货币化率以提高变现能力呢？我们认为依然很困难。**中国电商的大发展，是由于整体渠道成本率低于线下零售。**但是当前随着电商整体货币化率逐年提升，线下零售愈发发达，电商零售的渠道成本与线下零售已逐渐接近。当综合整体成本高于线下零售，得不到实惠的消费者自然会改变选择。**用中国电商的货币化率与美国去做横向对比并不可取，**因为零售本身还是一个劳动极密集型产业，人工工资是决定零售渠道成本的最大权重，中国线下零售渠道成本本就比美国低，所以亚马逊15%左右的货币化率依然可以经营，但中国则不可能实现如此高的货币化率，上升空间有限。

图表：阿里货币化率

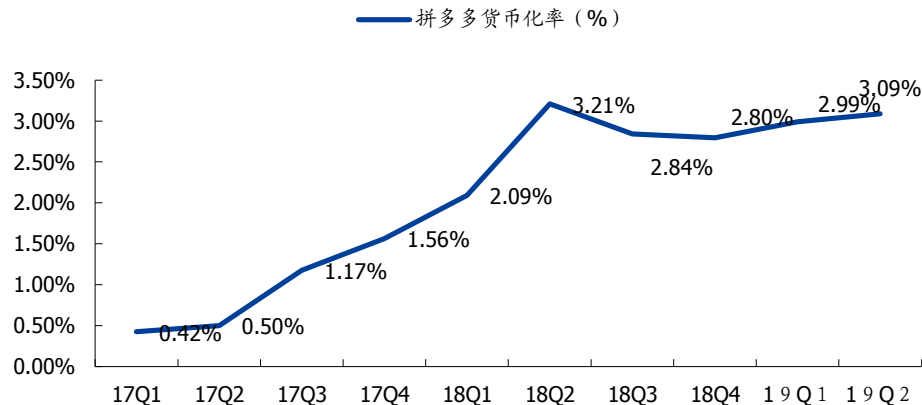


图表：中美电商与线下零售渠道成本率对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表：拼多多货币化率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 百货零售

## 被明显低估，核心壁垒促成长期提效

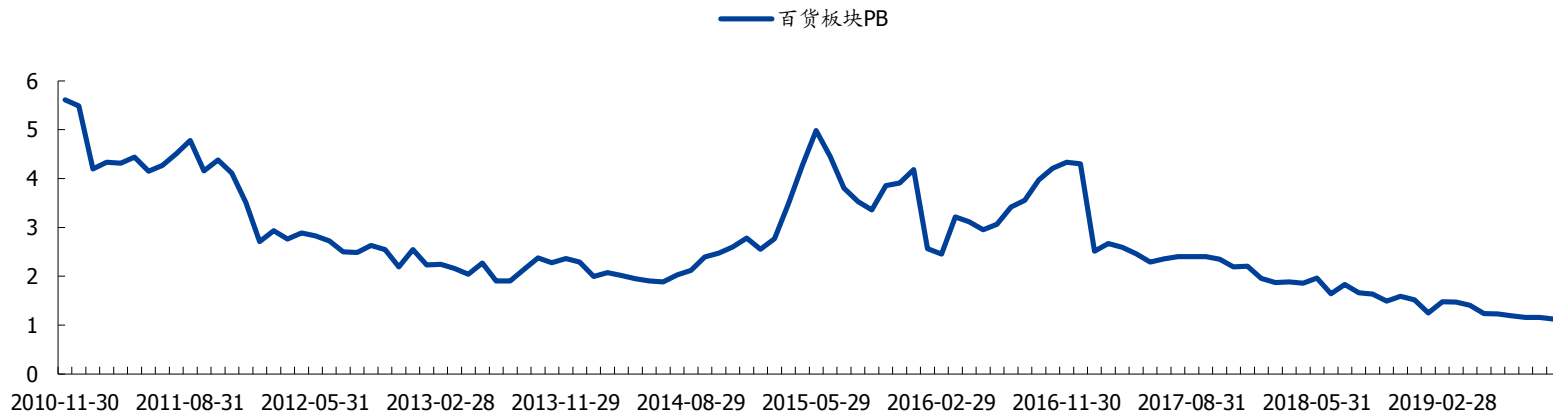
百货板块是近10年被电商冲击最大的线下零售行业，使其整体萎靡不振了近10年，估值大大压缩。但是部分百货板块的公司，占据了不可复制的稀缺资源，给其留出了转型空间，未来无论是内部驱动还是外部驱动，其提质提效，经营改善是一个逻辑必然事件。

# 百货承压10年，估值已为底部

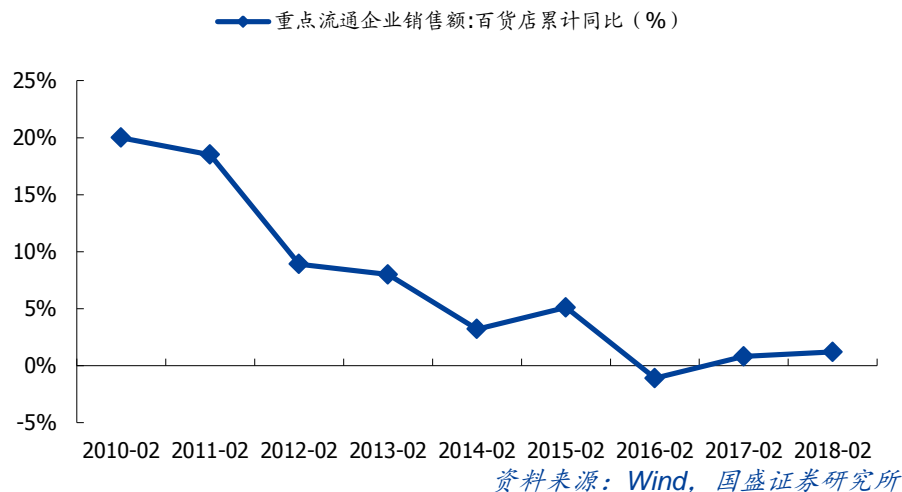
之前的情况是，百货售卖的商品是电商模式较为容易替代的，所以百货整体受压十年。行业增长放缓的同时，估值也已趋近底部。

- **受到冲击10年：**随着中国电商行业的大发展，百货行业受到了最明显的冲击。可以看到百货板块的整体营业额增速持续下滑，但近两年呈现企稳回升态势。
- **估值极低：**其估值也一直承压，持续下滑，当前板块的整体市净率仅为**1.09**，将高于净资产，且百货板块依然整体是盈利的。百货板块公司的主要资产为百货物业的固定资产，由于采用历史成本法计量，使其账面价值远远低于实际价值。我们对百货板块真实的市净率估算为**0.3**左右。而采用公允价值计量的美股百货公司，虽然同样受到了如亚马逊等美国电商的冲击，其近10年只有前次金融危机时，有部分盈利公司整体市净率破1.0。

图表：A股百货板块整体市净率



图表：百货行业销售额增速

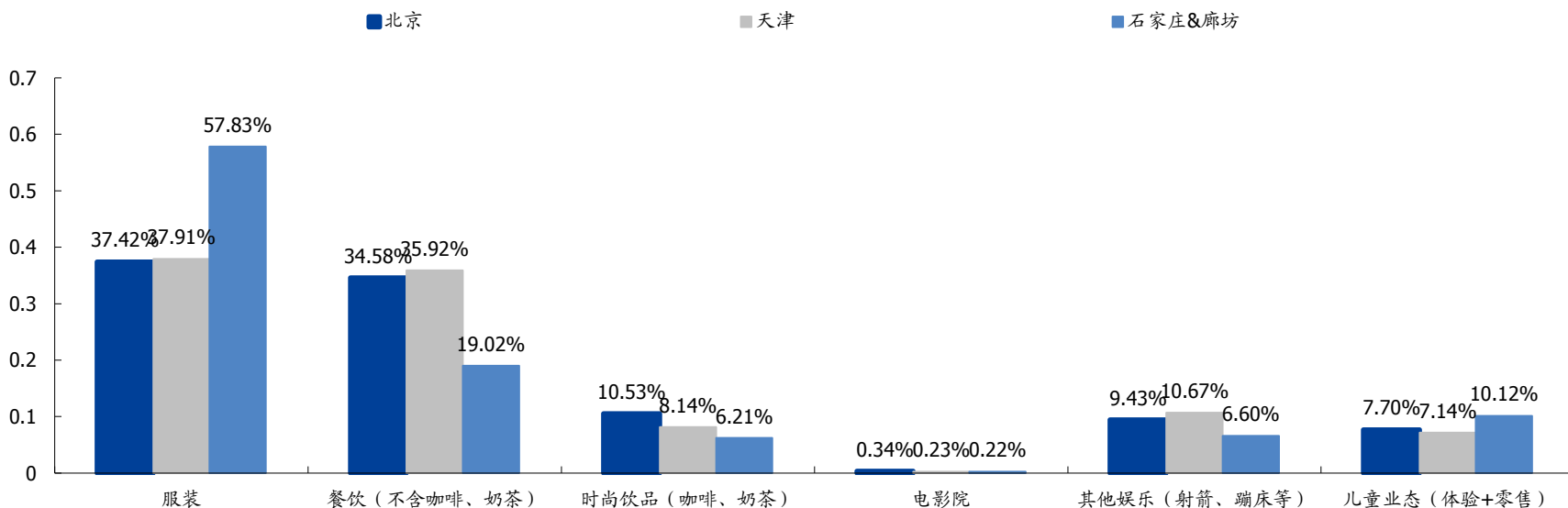




但是，百货购物中心板块的公司具备自己的核心壁垒，就是物业资产。

- 物业核心壁垒：**线下零售存在物理的边际，特别是百货，其商圈覆盖范围是有限的，只要占据了好位置的物业，生意就不难做。百货板块很多老牌公司，拥有在城市核心区的商业物业资产，这些资产不可复制，难以撼动，构建了核心壁垒，特别是在新增零售物业有限的一线城市，这一点更加明显。但是从扩张的角度看，百货板块公司与拥有远远更强资本实力的房地产公司无法相提并论，主要是存量低估。
- 物业壁垒保障下，多年业态调整已见成效：**而在物业的核心壁垒保障下，百货经过了漫长的业态调整，当前的百货店越来越不像百货店，而更像集商业娱乐的综合体，提供多方面的生活服务，而开展这样的生意只能依赖于线下。而占据了核心资源的公司，将更加便于开展此类业态，加之核心区竞争有限，我们认为长期提效是个必然事件，经营状况长期提升确定性强。

图表：2019年，一线，新一线，二线城市百货购物中心业态分布（以北京、天津、石家庄廊坊为例）



资料来源：国盛证券研究所整理

# 被低估的百货：以百联股份为例

特别是在一些一线城市，这个情况更为明显。

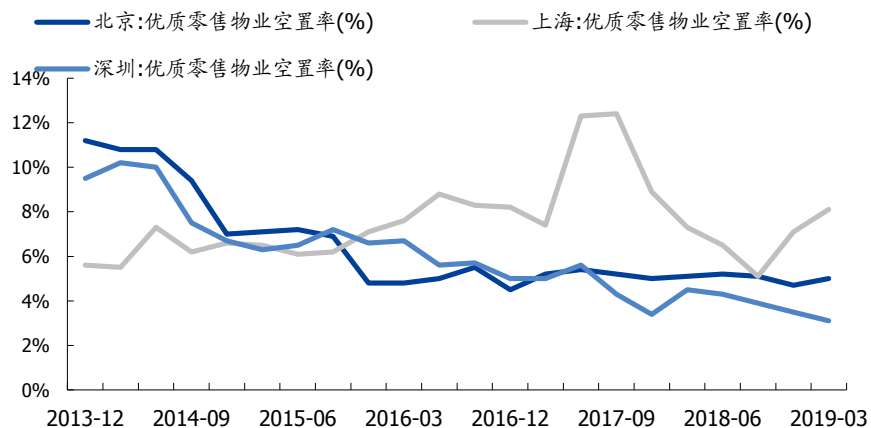
➤ 以板块中最被低估的百联股份为例，其自有物业用公允价值计量在700亿以上，真实PB在0.1-0.2间，并且其自有物业多数位于一线城市核心区。一线城市核心区的租金水平是有保障的，且由于核心区空间有限，很难有新的进入者在临近区域获得大型物业资源进行竞争，由此产生的壁垒是很高的。由于占据了独有资源，物理存在边界，想做周边居民的生意只能以这些已有的购物中心为依托，长期无论是内部驱动还是外部驱动，提质提效是逻辑上的必然事件。

图表：百联股份物业列表

门店名称	建筑面积(万平方米)	市场估值(亿元)	门店名称	建筑面积(万平方米)	市场估值(亿元)
综合百货			购物中心		
第一八佰伴	13.14	92	百联南方购物中心	14.4	58
松江第一百货	0.67	2	百联西部购物中心	11.0	55
永安百货	3.39	24	百联中环购物广场	19.5	103
虹桥友谊商城	2.05	10	百联又一城购物中心	12.5	67
宁波东方商厦	2.67	7	百联金山购物中心	8.7	26
永安珠宝	0.94	5	百联沈阳购物中心	11.6	12
奥特莱斯			淮海 755	2.3	11
无锡百联奥莱	11.7	12	百联滨江购物中心	8.5	26
上海百联奥莱	10.6	32	百联安庆购物中心	9.6	10
南京百联奥莱	8.9	24	第一百货商业中心	11.5	80
武汉百联奥莱	9.2	9	百联川沙购物中心	9.3	28
济南百联奥莱	5.3	5	物业总市场价值		
长沙百联奥莱	12	12	721 亿		

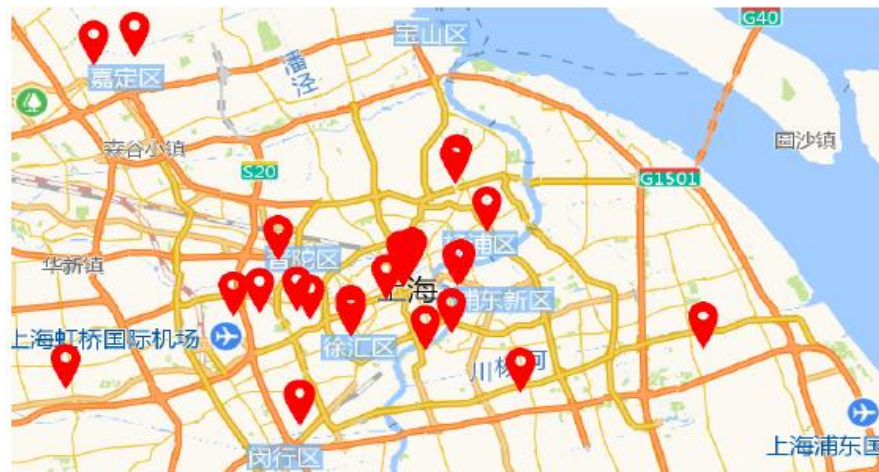
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表：一线城市优质零售空置率



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表：百联上海地区百货购物中心门店分布



资料来源：国盛证券研究所

# 超市零售

## 大超市潜力被高估，中小业态将长期受到青睐

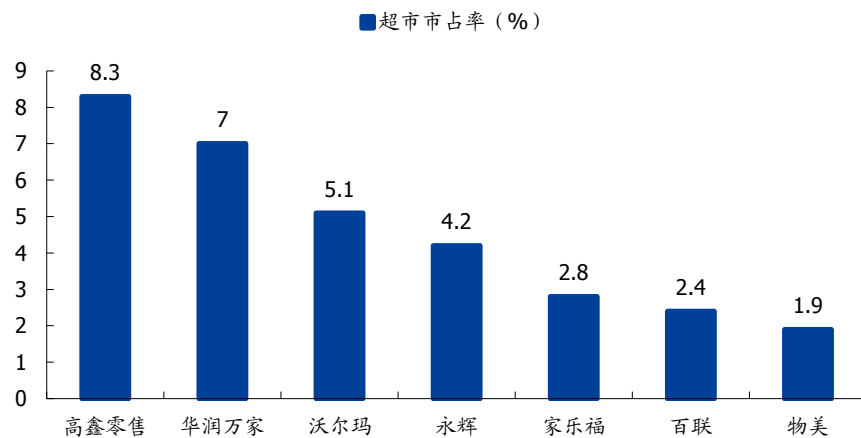
超市由于在之前受到电商冲击小，加上资本助力扩张，估值比百货高出很多。但存量超市当前依然多以大型超市为主，其业态并不是消费者中长期青睐的业态，大量经营标准化商品的面积被更高效的电商模式替代性很强，加之净利率低，经营风险较大。而中小型超市，符合中国消费者中长期购物偏好，将迎来更大的发展机遇。

# 超市过了一段好日子，估值偏高

超市的商品由于货值低，利润率低，相对百货售卖的商品来说，后被电商品类扩张覆盖，所以在较长的一段时间里，过了一段好日子。但超市业态目前依然是大型超市为主，其标准化品类受到冲击的影响逐渐在显现。

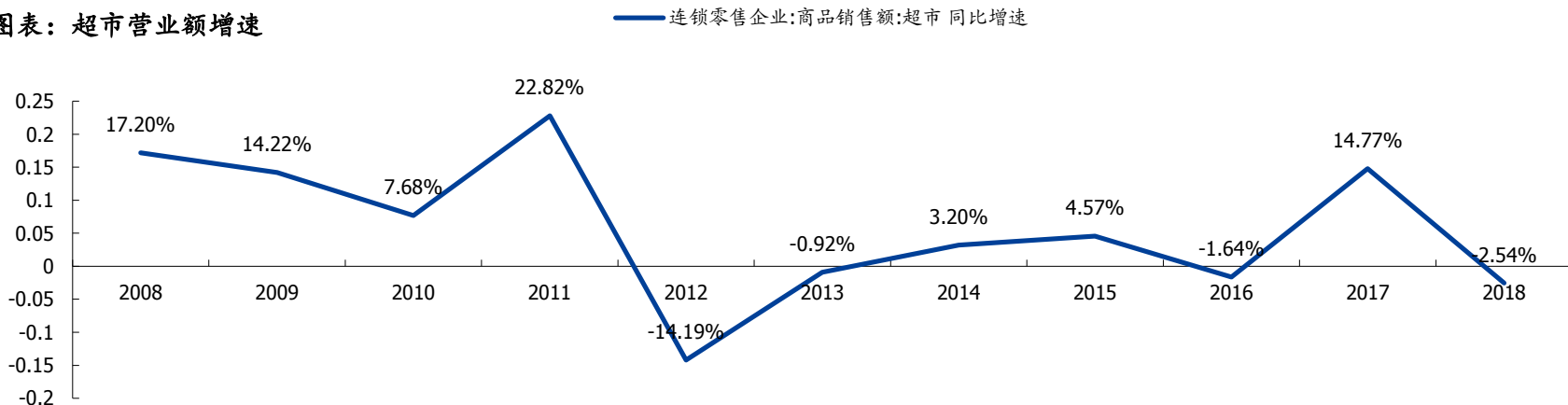
➤ **大型超市好日子或将结束：**超市行业之前受到电商冲击较小，但是主要是由于电商的经营策略决定而非超市本身业态的壁垒。由于超市售卖的商品货值较低，一些标准化的日用品，并非电商搬到线上去卖的首选（比如服装）。但是随着京东的自营仓库，阿里的入仓模式逐渐成熟，越来越多的标准化日用品将被更效率的电商替代，虽然大型超市同样经营生鲜，但由于中国农业固有的生产效率及结构，生鲜供应链效率较低，决定了生鲜很难成为超市的主要利润来源，大型超市的利润来源依然是这类标准化商品的进场费，联营提成等。未来大型超市的此类商品经营区域，将持续受到较大影响。同时，我国超市与发达国家不同，没有明显的龙头，商品力供应链能力依然较弱，壁垒并非很高。

图表：超市行业市占率



资料来源：联商网，国盛证券研究所

图表：超市营业额增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

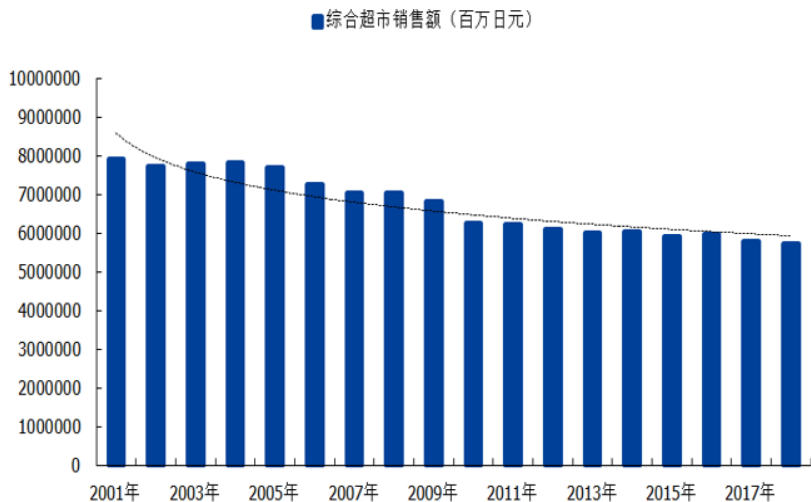
资料来源：国盛证券研究所

# 家庭变小催生的大小超市切换

超市的消费单元是“家庭”，家庭的变化将是决定超市业态变化的核心因素，日本近几十年来，家庭呈现越变越小的态势，使前往大型超市采购的效益大大降低。（如同样花1个小时，给4个人买菜和给1个人买菜的效益明显有很大不同）所以人们越来越倾向前往离家更近的小型超市，我国情况不仅与日本趋同且变化更加迅猛。

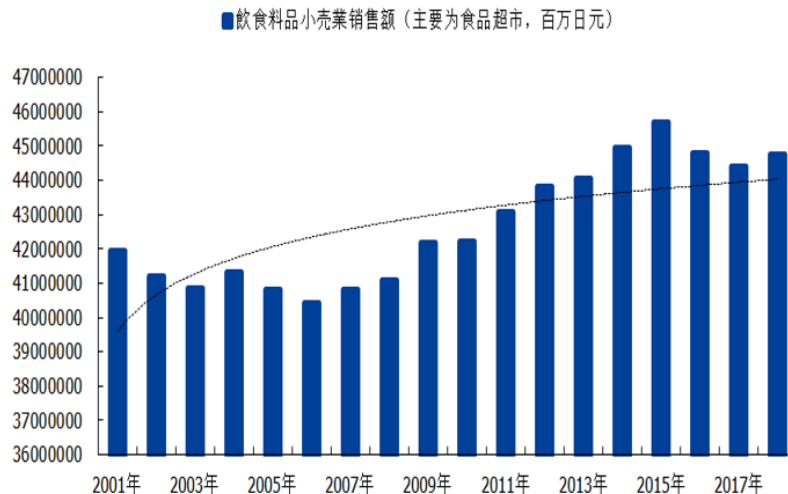
- 日本的家庭在变小，驱使日本的超市行业业态随之产生了变迁。我国呈现同样趋势，当前全国户均人口已逼近3人，而一线城市户均人口已接近2.5人（仅算户籍人口，如加外来人口则更低）。大型超市购物时间长，对于日渐变小的家庭，越来越不是一个效益高的采购模式了。日本的大型超市萎缩了20年，我们判断中国的变化趋势同向。除了以上因素外，我国电商的发展，餐饮业的变化，将驱动中国大型超市有可能比预想的更快萎缩。大型超市商品全，覆盖半径大，采购时间长的商业模式，越来越不适合中国消费者。

图表：日本大型超市营业额变化



资料来源：日本经济产业省，国盛证券研究所

图表：日本小型食品超市营业额变化



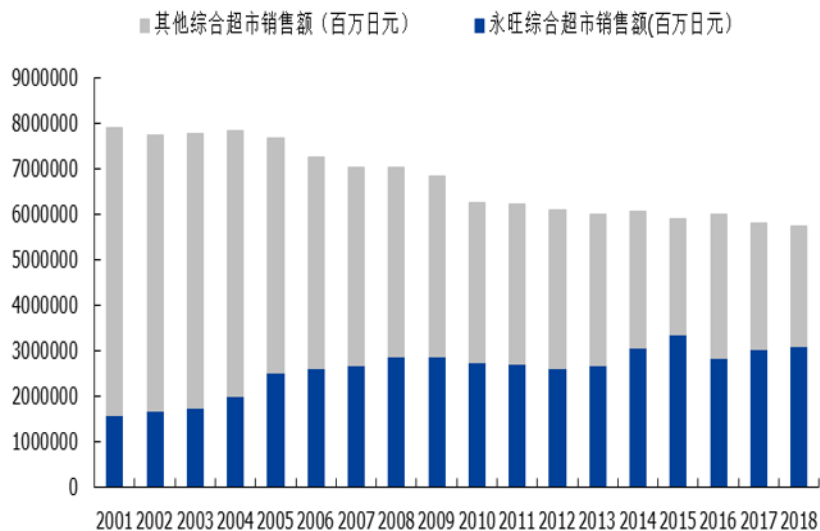
资料来源：日本经济产业省，国盛证券研究所

# 大型超市赛道变窄很快，龙头超市亦难逆势

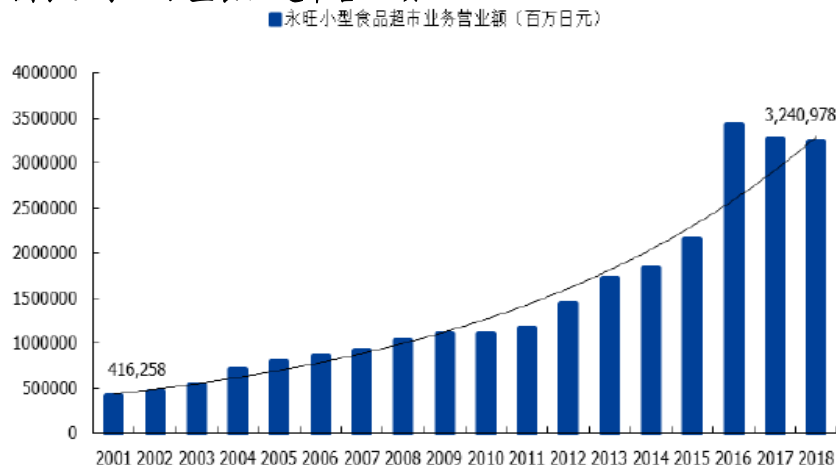
由于日本大型超市的整体市场萎缩速度较快（年-1.9%），即便是日本龙头超市永旺，市场占有率虽然大幅提升，但整体业绩却增长非常缓慢。

➤ 即便是日本大型超市的龙头永旺，亦难以在大型超市收窄的赛道上逆势，永旺大型超市在日本大型超市的市场占有率由2001年的19.9%提升到了53.7%，但是其营业额提升了1倍不到，远小于市占率提升幅度。同时，利润提升更为困难，永旺大型超市的利润近10年还出现了下滑。永旺近些年发力的是小型食品超市，慢慢耕耘，收效不错。日本大型超市排名第二的伊藤洋华堂，大型超市营收与利润都在下滑。而我国的大型超市利润率薄，连锁化程度低，相对于日本大型连锁超市，在大型超市赛道快速收窄的未来，抗风险的能力更弱。

图表：永旺大型超市营业额与日本大型超市整体营业额，市占率大幅提升但永旺整体营业额提升幅度非常缓慢

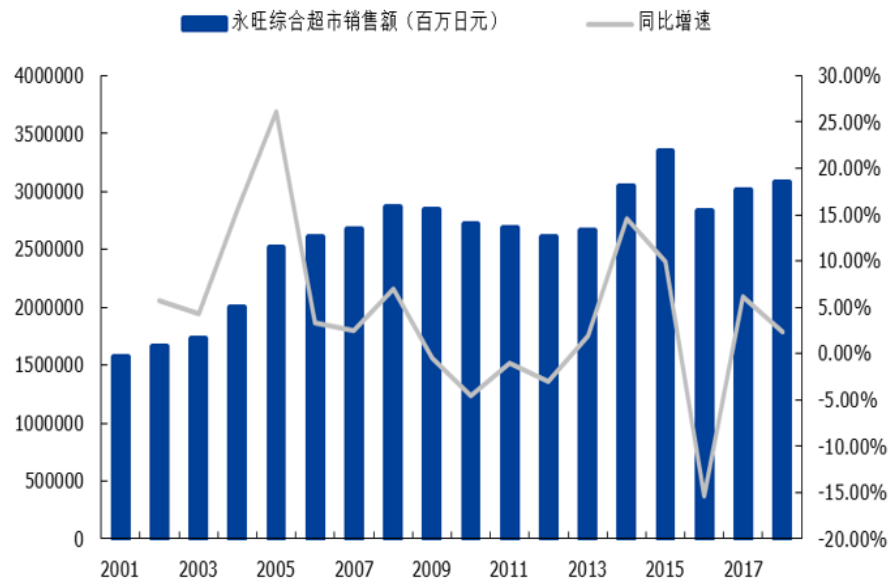


图表：永旺小型食品超市营业额



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表：永旺大型超市营业额

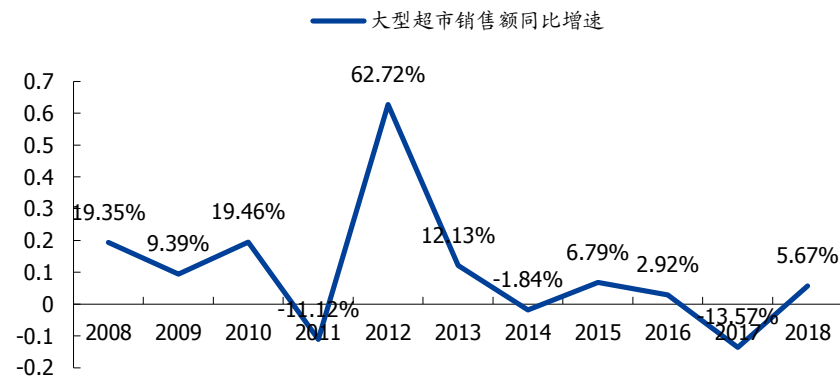


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

# 超市过了一段好日子，估值偏高

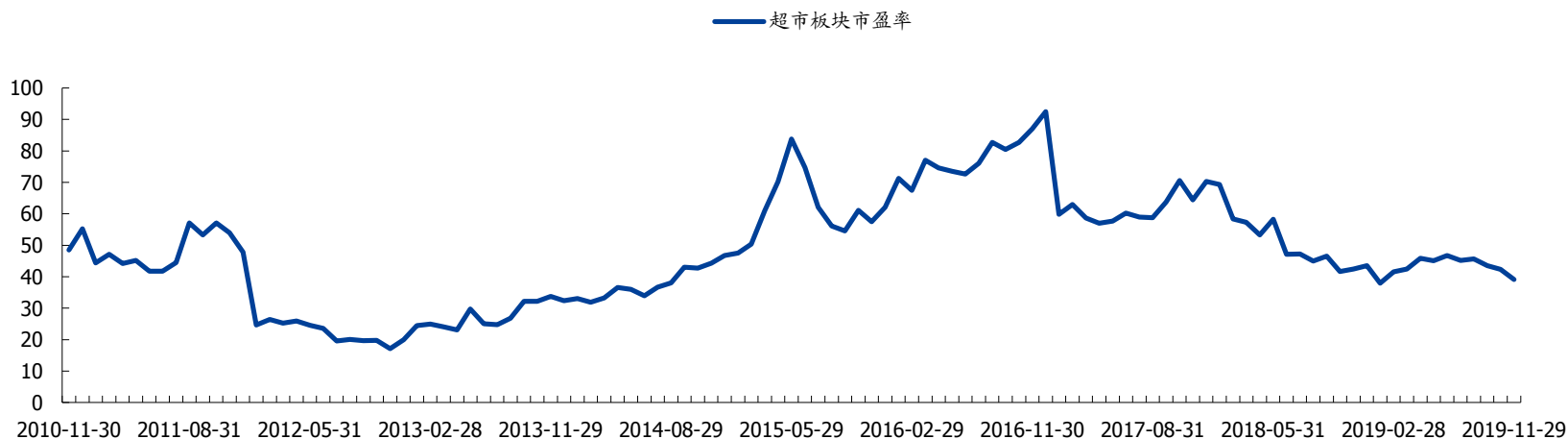
- **估值较高：**超市的估值不同于百货，一直较高。由于市场对超市上市公司的高增长抱有期待，并且关联了其他行业龙头市占率提升的逻辑，所以给予了超市板块公司更好的融资环境与估值溢价。相对海外对标公司，中国超市板块公司的估值水平明显偏高。
- 中国超市行业的净利率水平低，投资回收期非常长，市场本应关注于长期的趋势，资本推动短期的增长并不代表着有质量可持续的发展。特别是大型超市，目前已经在经营上出现明显颓势。由于户均人口等方面的变化难以逆转，其变化趋势几乎不可能逆转，而估值依然高企，**存在较高风险。**

图表：中国大型超市销售额增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表：超市板块市盈率变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：国盛证券研究所

# 线上生鲜难成主流，小型食品超市成为增长动力

近些年在资本助力下，雨后春笋般的出现了一大批线上经营生鲜到家的公司，但生鲜到家的需求是否真的那么强？是否能够在现有技术水平下盈利？我们认为单纯的生鲜到家模式很难持续成长，未来满足这片需求的将是线下小型食品超市业态。

➤ **生鲜电商难以跑通：**“生鲜到家”“消灭冰箱”是一个强需求还是一个弱需求？我们认为在当前中国农业生产效率较低，供应链损耗大，人工成本攀高，家庭变小单次购买量下降的情况下，并不是一个可以单独支撑盈利的需求。放弃到店客流，单纯经营线上客流进行配送，对于生鲜这样低客单价低毛利的生意，是非常困难的。而大量倒闭的生鲜电商公司，也在证明这一点，2020年可能有更大的生鲜到家倒闭潮。

图表：每日优鲜



图表：部分生鲜电商倒闭时间

公司	倒闭时间
迷你生鲜	2019.10
鲜生友请	2019.07
特买客	2019.06
菜到啦	2019.06
水果营行	2019.06
壹桌网	2019.06

资料来源：新浪财经，国盛证券研究所      资料来源：投资界，国盛证券研究所

➤ **中国小型食品超市空间大：**我国与日本情况类似，家庭变小使单次大规模采购的效益大幅下降（对应消费者长期不喜欢大型超市的趋势），日本大型超市萎缩的大背景下，小型食品超市崛起。其覆盖范围300-500米，步行5分钟即可到达，我国未来的趋势同样是中小型食品超市，并且辅以部分的线上订单，其成本效率未来长期皆优于大型超市与纯线上生鲜。但是优于小店供应链难度大，中短期还无法看到大范围盈利的可能。

图表：小型食品超市代表盒马mini与京东七鲜生活



资料来源：新浪科技，国盛证券研究所



# 咖啡零售

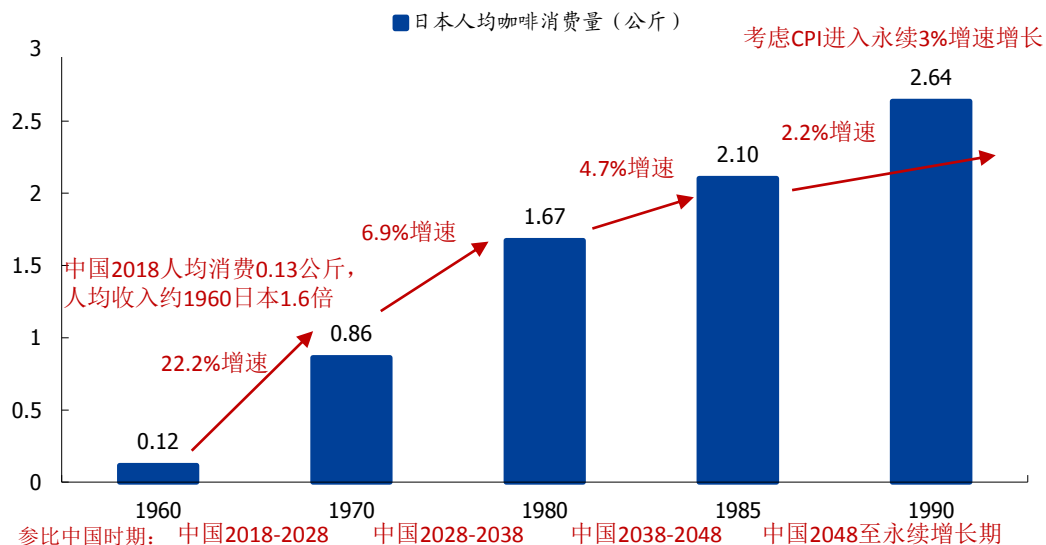
## 10年黄金赛道

中国咖啡的增速十倍于世界咖啡的增长，人均年0.13公斤的咖啡消费量处于极低水平。中国并非没有咖啡需求，而是咖啡的“日常喝”与“好喝的”需求一直没有被满足，以致咖啡消费被长期抑制，但随着适合中国的咖啡零售业态崛起，中国咖啡零售市场也将迎来发展的黄金时代。

中国咖啡市场增长速度接近20%，而现制咖啡增长速度更快，目前人均咖啡消费量很低，有长期高速增长的趋势。

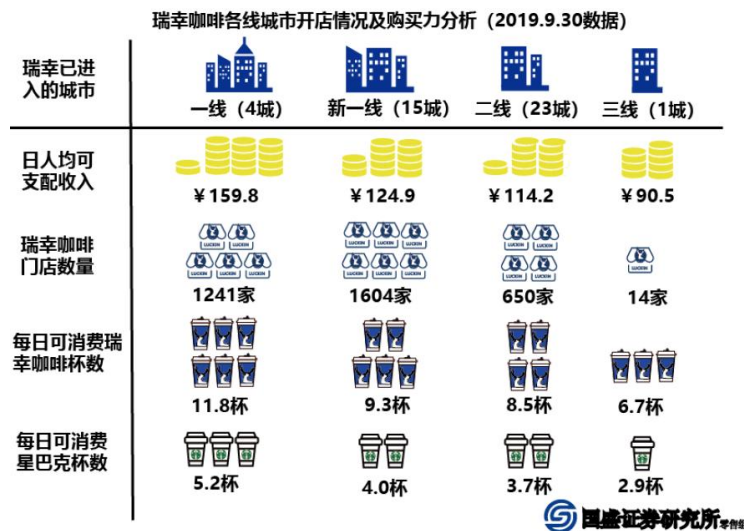
咖啡由于其即时饮用的属性，催生出了咖啡店这个零售业态。当前中国咖啡市场正在高速增长，咖啡零售应当受到关注。亚洲国家本没有咖啡消费的习惯，但从日本、韩国、台湾地区、香港地区（2-3公斤），甚至马来西亚，越南，泰国，蒙古（0.5-1公斤）等地区的咖啡消费来看，亚洲国家同样可以逐渐建立起咖啡消费习惯。而我国咖啡的需求并非不存在，而是由于基本的“日常喝”与“好喝的”需求被抑制。（背后是传统咖啡店模式高运营成本），所以一直没有被激发出来。

图表：日本咖啡市场历史变化及推演中国情况



资料来源：国盛证券研究所，日本内阁府，Wind

图表：瑞幸门店城市分布及咖啡购买力分析



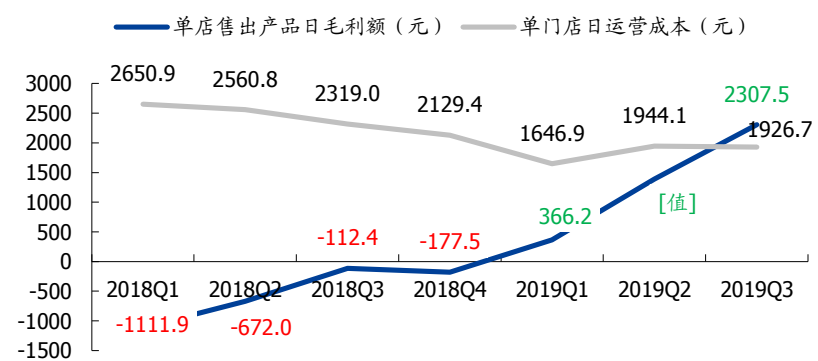
资料来源：国家统计局，招股书等资料，国盛证券研究所

# 高效零售模式解决中国咖啡长期问题

中国咖啡的需求是被抑制了而并非没有，但随着适合中国咖啡零售的商业模式的诞生，中国咖啡需求将被“唤醒”

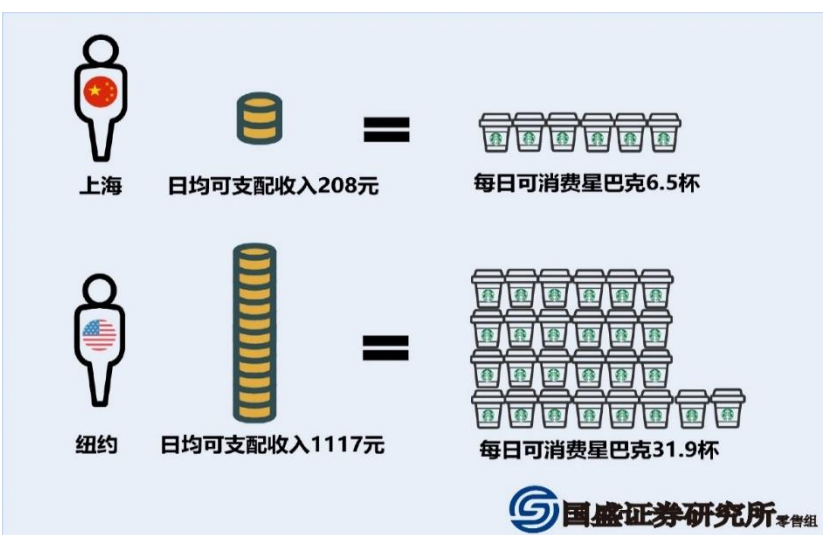
- **现制咖啡价格贵，无法“日常喝”**：咖啡的售价在我国太贵了，星巴克等咖啡30元以上的定价，使我国城镇居民每日的可支配收入只能消费3杯现制咖啡，无法“日常喝”。而速溶咖啡，便利店咖啡又无法解决好喝的咖啡的问题。究其根本，还是固有的咖啡零售模式并不适合中国的市场及社会发展情况。咖啡仅有20%不到的需求是“第三空间”，但当前的咖啡零售业态均是围绕“第三空间”来设计的，而“第三空间”的成本又非常高，所以使我国咖啡的售价居高不下。
- **新模式下，中国咖啡需求被“唤醒”**：瑞幸咖啡的出现，改变了这一问题，由于运营成本的大大压缩，使咖啡的售价降低到了可接受的程度，随着咖啡新零售模式的继续铺开，中国咖啡将被进一步“唤醒”。

图表：瑞幸的单店盈亏平衡状况



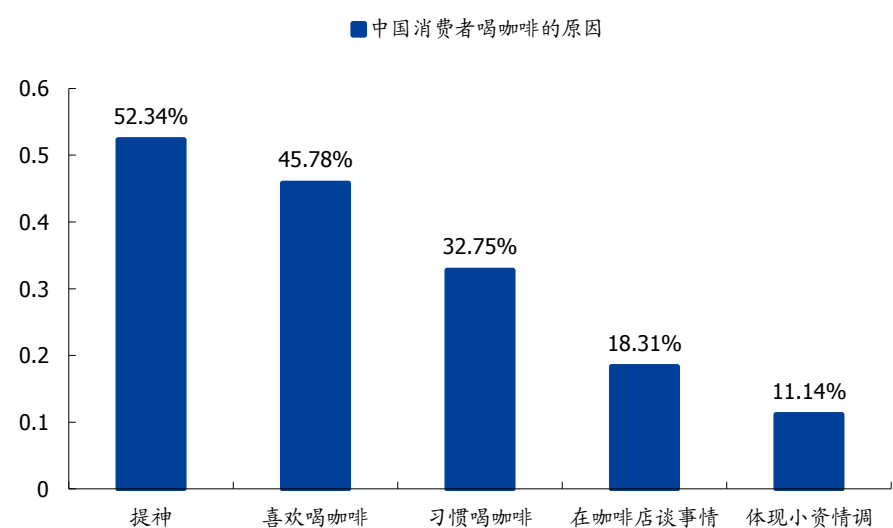
资料来源：瑞幸招股书等资料，国盛证券研究所

图表：中美咖啡消费力对比



资料来源：中美统计局等，国盛证券研究所整理

图表：中国消费者喝咖啡的原因

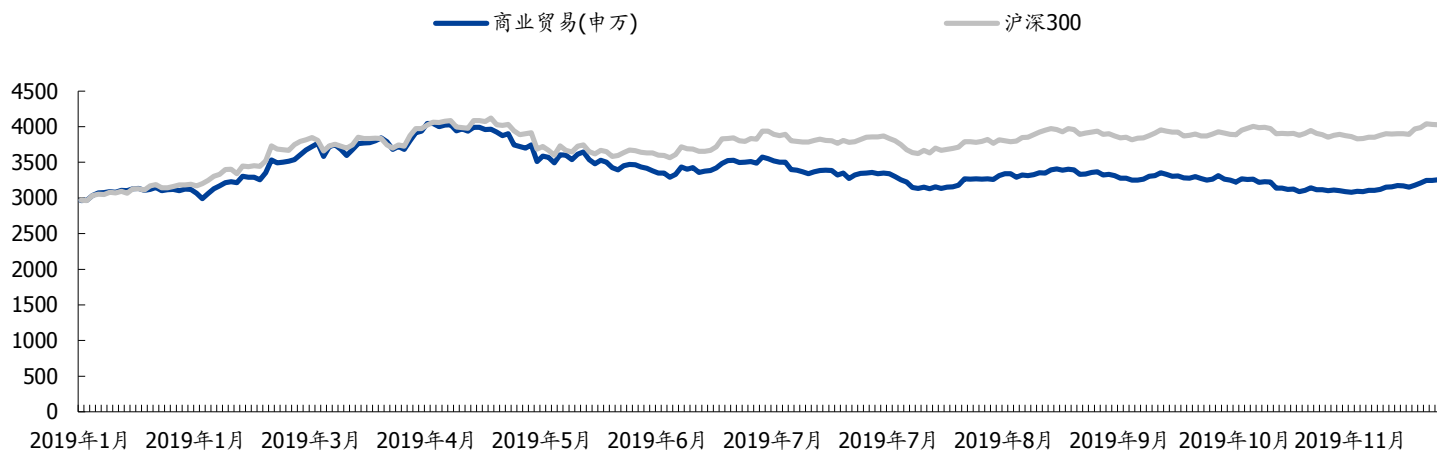


资料来源：前程无忧，国盛证券研究所

# A股商业贸易板块2019表现复盘

- 与海外上市的中国电商股表现强势不同，A股商业贸易板块（主要为超市、百货）2019年表现较为疲软，全年涨幅为9.16%，低于沪深300指数同期35.28%的涨幅。

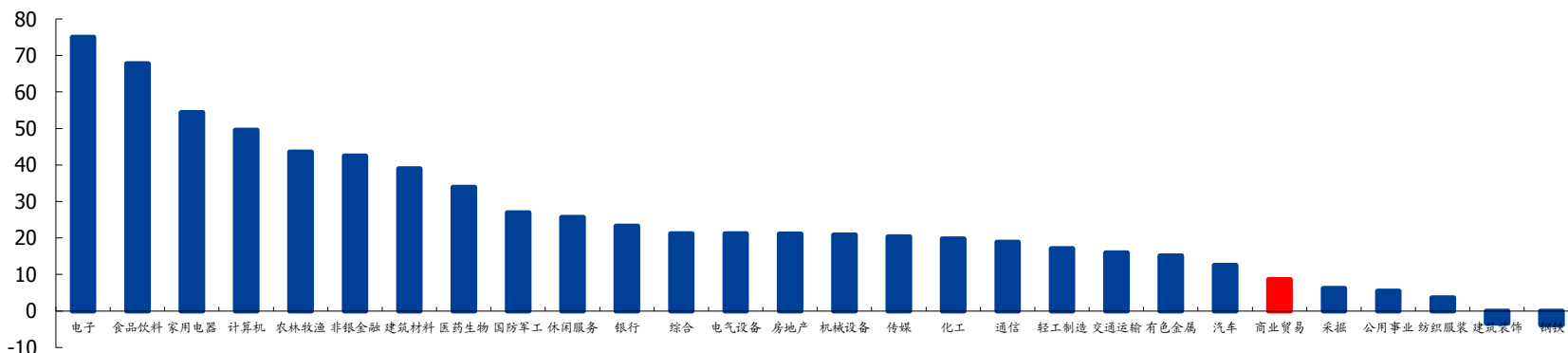
图表：A股商业贸易板块与沪深300指数涨跌幅对比（2019年初到2019.12.20）



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

- 在29个一级行业中，商业贸易板块涨幅排名第24位。（2019年初到2019.12.20）

板块年初至今涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

➤ 而两个细分板块中，百货板块的表现好于超市板块，涨幅10.9%，超市板块涨幅7.8%，板块最大权重股永辉超市下跌3.1%，而板块涨幅较大公司，多数存在股权变更，资产重组等因素。

图表：零售板块A股涨幅前10

公司	涨跌幅(%)
南宁百货	175.13
华致酒行	76.38
博士眼镜	76.36
安德利	70.39
武汉中商	62.32
家家悦	57.15
中兴商业	55.54
红旗连锁	53.13
苏美达	52.65
南极电商	51.59

图表：零售板块A股跌幅前10

公司	涨跌幅(%)
ST华鼎	-53.41
跨境通	-32.08
宏图高科	-26.17
ST成城	-25.91
汇嘉时代	-25.26
汉商集团	-22.52
南纺股份	-18.28
莱绅通灵	-17.20
物贸B股	-16.71
新华都	-15.70

图表：零售板块前十权重股涨跌幅

公司	总市值(亿)	涨跌幅(%)
苏宁易购	931.9	3.50
永辉超市	758.0	-3.06
武汉中商	631.5	62.32
美凯龙	386.2	2.08
豫园股份	301.4	8.55
南极电商	262.9	51.59
小商品城	207.9	10.45
百联股份	156.8	8.25
家家悦	145.4	57.15
供销大集	142.4	-6.32

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：涨跌幅自2019年初至2019.12.20

- 1、咖啡：建议关注瑞幸咖啡**，瑞幸的咖啡零售模式更为高效，商业模式目前壁垒已经形成，随着中国咖啡市场的大发展，其空间难以估量。
- 2、百货：建议关注百联股份**，百联股份是百货板块中最被低估的标的，其在一线城市核心商圈拥有200余万平方米的自有物业，为不可复制的稀缺资源，占据了核心壁垒，经营提质提效长期是必然事件，其真实PB在0.1-0.2之间，安全边际很高。
- 3、超市：建议关注家家悦**，家家悦是超市板块中真正的专注于中小型食品超市的公司，大型超市占比非常低，其业态将是消费者中长期青睐的业态。并且家家悦在山东区域供应链能力突出。其扩张亦是符合超市业基本发展规律。
- 4、电商：建议关注京东**，京东品牌货，自有仓储的建设经历了多年，已经形成了市场领先的优势。并且京东自营比重高，在电商转向价值驱动趋势时，京东的自营将在商品力，供应链能力上具备一定优势。但是京东管理能力相对竞争对手存在一定差距，商业模式是否能有效执行存在疑问。

行业	股票代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元) 瑞幸与京东单 位为亿美元	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
零售电商	LK	瑞幸咖啡	34.42	83	-2.16	-1.31	1.33	-	-	26.3
	600827	百联股份	8.79	152	0.51	0.53	0.59	17.6	17.0	14.9
	603708	家家悦	24.00	146	0.13	0.27	0.33	28.5	23.8	20.2
	JD	京东	36.28	530	2.41	2.90	4.06	52.8	43.8	31.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：瑞幸咖啡、百联股份、家家悦盈利预测来源为国盛证券零售组研究报告，京东来自wind一致预测，收盘价、总市值、PE根据2020年12月25日收盘价计算

- 1、宏观经济大幅下滑。**零售业与宏观经济关系紧密，如宏观经济呈现大幅下滑的情况，即便是经营能力出众的公司亦难幸免。
- 2、资本市场助推零售业畸形发展。**近些年资本大规模涌入零售业，使一些以“伪需求”经营的公司同样规模得到了大规模的扩张，由于烧钱力度大，一定程度上挤占了良性经营公司的空间。虽然长期潮水依然会褪去，但是在中短期依然将会对良性经营的公司造成压力。
- 3、食品安全问题。**超市，咖啡零售都是食品为主，如推荐关注公司出现食品安全问题，使消费者失去了信任，将对公司的经营产生巨大打击。



## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。



Thank You



诚信|担当|包容|共赢