

2019-6-6

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

零售业行业

长江消费 | 护城河研究系列之零售篇： 探寻连锁渠道规模优势背后的动因

报告要点

■ 追根溯源，探寻企业规模优势背后的驱动因素

我们常认为规模是零售重要的护城河，然而，规模仅仅是一个偏结果的概念，目前市场对零售企业凭借何种能力能够领先于竞争对手获得规模的扩增仍较为模糊，本篇报告，我们将深入探究零售企业形成规模的动因，尽可能以量化的指标去刻画和捕捉零售公司的核心竞争力，并深入分析该指标的影响因素、研判后续演变趋势。

■ 引入指标，毛利坪效是对竞争优势的综合衡量

我们首度将毛利坪效引入研究框架作为衡量零售企业护城河的重要指标，主因一方面毛利坪效是更具可比性的衡量零售公司产出效率的指标，而产出效率很大程度上决定了门店的盈利能力，奠基了零售企业的竞争优势和扩张持续性，这是渠道类企业先建立规模优势的大前提；另一方面，无论是何种经营壁垒最终会落实到盈利模型的强化，零售企业的本质通常是在低毛利率引流品种和高毛利率盈利品种之间的动态权衡，毛利坪效恰能综合体现这种结构平衡效果。

■ 历史复盘，格局成为影响毛利坪效的关键因素

在整体零售行业进入存量市场后，竞争格局是影响零售公司毛利坪效的最核心变量，以电商分流为例，由于其影响了实体零售渠道的获客能力和定价机制，从而对实体零售渠道坪效和毛利形成双重压力，而当前的实体零售变革实质上也是围绕重塑获客能力和商品定价权两方面展开，以永辉、苏宁、天虹、王府井等为代表的优质零售龙头或通过原有优势品类的持续锻造、或通过商品业态重塑，已获毛利坪效的逐步改善。

■ 模式对比，寻找格局演变期护城河持续的企业

横向对比优质零售公司的模式和竞争优势可知，无论是哪种核心壁垒，均会通过影响渠道获客力和定价权，最终传导到对毛利坪效的影响上，拉长来看毛利坪效持续提升的公司拥有更为宽阔的护城河。分业态属性而言，我们判断大卖场为代表的大型商业业态，牢牢把握获客品类是其能在竞争格局变革期仍能提升毛利坪效的关键，典型代表是性价比为王的好市多和深耕生鲜的永辉；而对于贴近消费者布局的小业态而言，以便利性溢价和商品差异化塑造商品溢价力为其盈利根本。个股上我们建议精选两类公司：1) 在业态分流过程中仍能录得毛利坪效的优化、体现出壁垒深厚的企业；2) 着力进行业态重塑有望获长期毛利坪效提升空间的企业，重点推荐永辉超市、家家悦、天虹股份、苏宁易购。

风险提示：

1. 终端需求超预期低迷；
2. 新业态分流使得行业竞争格局进一步恶化。

分析师 李锦

☎ (8627) 65799539

✉ lijn3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080004

分析师 陈亮

☎ (8627) 65799539

✉ chenliang5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070017

联系人 罗祎

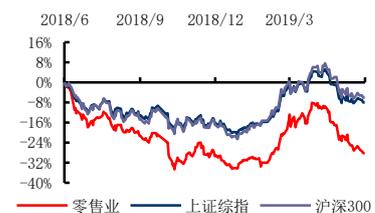
☎ (8627) 65799532

✉ luoyi1@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601933	永辉超市	买入
002024	苏宁易购	买入
002419	天虹股份	买入
603708	家家悦	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《2019Q1 电商综述：用户、规模和营销投入的不同权衡》2019-6-3

《阿里活跃用户高增长背后经营质量如何？》2019-5-19

《深度解读京东季报：亮眼业绩背后还应关注哪些？》2019-5-13

目录

毛利坪效是护城河的综合体现	4
累积规模优势形成正向循环	4
规模优势背后对应产出效率	5
格局成为毛利坪效的关键变量	7
电商分流影响客流和定价	7
实体变革重塑流量和商品	9
寻找格局演变期壁垒持续企业	11
海外商超：高性价比商品提升用户黏性	11
国内商超：深耕生鲜品类稳定长期客流	12
国内百货：高体验性业态重塑获客机制	15
小型业态：便利和差异性强化定价能力	16
兼顾壁垒深厚和业态重塑公司	18

图表目录

图 1：传统意义上，对零售企业而言规模优势为王	4
图 2：沃尔玛通过天天低价策略集聚规模效应的过程	5
图 3：零售公司扩张能力的决定因素	5
图 4：永辉 2012-2017 年间经营性现金流净额已经能够覆盖每年资本开支（亿元）	6
图 5：天虹股份各业态月均毛利坪效（元/平方米/月）	7
图 6：天虹股份可比店毛利额同比增幅	7
图 7：毛利坪效能检验零售公司盈利模式能否跑通	7
图 8：网络购物交易规模历年增长和网购分流情况	8
图 9：各个主要品类电商渗透率提升情况	8
图 10：电商分流对实体零售的毛利坪效影响机制	8
图 11：以苏宁为例，公司坪效和毛利率演变路径的三阶段复盘	9
图 12：电商分流趋缓之后，实体零售自身毛利坪效的战略调整措施	10
图 13：一二线城市苏宁易购云店开店数量逐渐增多，同店表现较为优异	10
图 14：三四线城市公司创新直营店和零售云加盟店进行下沉	10
图 15：沃尔玛存货周转效率对比（次/年）	11
图 16：好市多销售净利率对比	11
图 17：沃尔玛坪效和毛利率情况复盘	11
图 18：沃尔玛毛利坪效变化趋势	11
图 19：好市多坪效和毛利率情况复盘	12
图 20：好市多毛利坪效变化趋势	12
图 21：永辉高生鲜占比和较高的生鲜毛利率水平持续提升	13
图 22：永辉整体日均有效客流量和可比单店客流量情况变化，2017 年以来显著修复	13

图 23: 永辉超市坪效和毛利率情况复盘	14
图 24: 永辉毛利坪效变化趋势	14
图 25: 高鑫零售历史门店数量和盈利能力	14
图 26: 高鑫零售坪效和毛利率情况复盘	15
图 27: 高鑫零售毛利坪效变化趋势	15
图 28: 天虹股份坪效和毛利率情况复盘	15
图 29: 天虹股份毛利坪效变化趋势	15
图 30: 王府井坪效和毛利率情况复盘	16
图 31: 王府井坪效和毛利率情况复盘	16
图 32: 家家悦坪效和毛利率情况复盘	19
图 33: 家家悦毛利坪效变化趋势	19
图 34: 天虹新开门店以购物中心门店为主, 业态不断优化	20
图 35: 天虹购物中心业态的可比店毛利额增幅逐季提升	20
图 36: 苏宁线上和线下营收增速相继回升并高位企稳	20
图 37: 苏宁 2018 年各个品类的毛利率均获得较大幅度优化	20
表 1: 母婴连锁代表爱婴室和药店连锁代表益丰药房的单店经营指标对比	16
表 2: 永辉超市十大战区分省份情况	18
表 3: 永辉超市 mini 店 1 季度开店和储备门店情况	18

毛利坪效是护城河的综合体现

规模对渠道类企业而言，往往能形成向上游的规模采购优势，从而降低采购成本、让利消费者并形成消费者黏性，进一步扩张规模，从而形成正向循环。因此我们常认为规模是零售重要的护城河，然而，规模也仅仅是一个偏结果的概念，目前市场对零售企业凭借何种能力能够领先于竞争对手获得规模的扩增仍较为模糊，本篇报告，我们将深入探究零售企业形成规模的动因，尽可能以量化的去刻画和捕捉其核心竞争力在经营层面的体现，并深入分析其行业层面的影响因素、研判后续变化趋势。

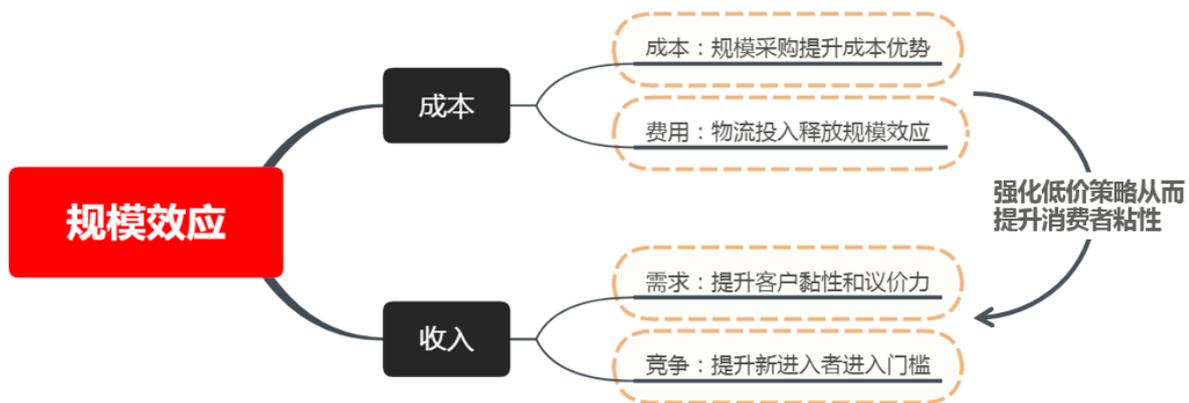
累积规模优势形成正向循环

通常意义上我们认为，渠道类企业最朴素的逻辑是在规模基础之上的：

成本端来看：规模意味着向上游议价能力的提升、采购成本的降低、物流设施投入的规模效应增强；

收入端来看：规模的提升、门店网点的密集分布，叠加规模铸就低成本优势，一方面强化了渠道对消费者端的获取能力和议价能力；另一方面因为城市网点容量有限这个约束，提升了新进入者进入门槛。

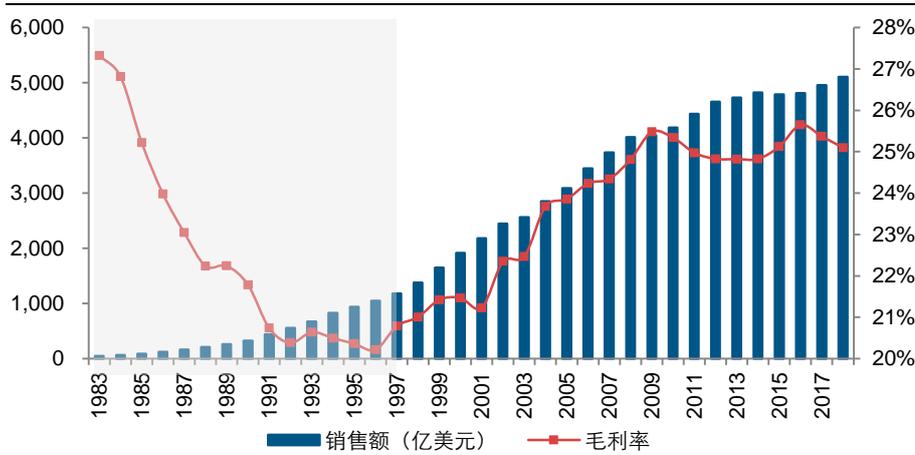
图 1：传统意义上，对零售企业而言规模优势为王



资料来源：长江证券研究所

以零售行业巨头沃尔玛为例，早年沃尔玛与当时的传统零售商相比，门店面积较大、商品销量更大，因此往往能获得更低的采购成本从而让利消费者，伴随这种低价策略的是沃尔玛的受众更广门店数量更多，销售规模更大，向上游的成本优势进一步增强，从而形成了规模优势的正向循环。

图 2：沃尔玛通过天天低价策略集聚规模效应的过程



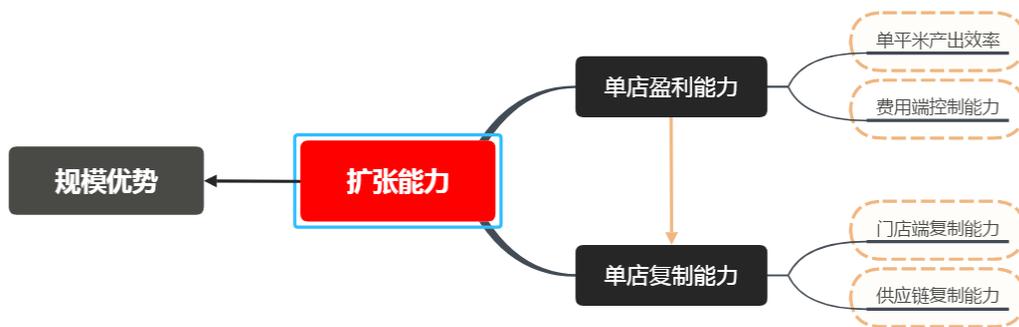
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

基于此，我们往往认为规模是零售重要的护城河和壁垒，然而，规模也仅仅是一个偏结果的概念，目前市场对零售企业凭借何种能力能够领先于竞争对手获得规模的扩增仍较为模糊，本篇报告，我们将深入探究零售企业形成规模的动因，尽可能量化零售公司的经营能力，从而以更直观的方式呈现企业经营优势。

规模优势背后对应产出效率

我们认为，如果把零售公司的规模优势往前推到一步到扩张能力，那么扩张能力主要由两方面因素决定：

图 3：零售公司扩张能力的决定因素



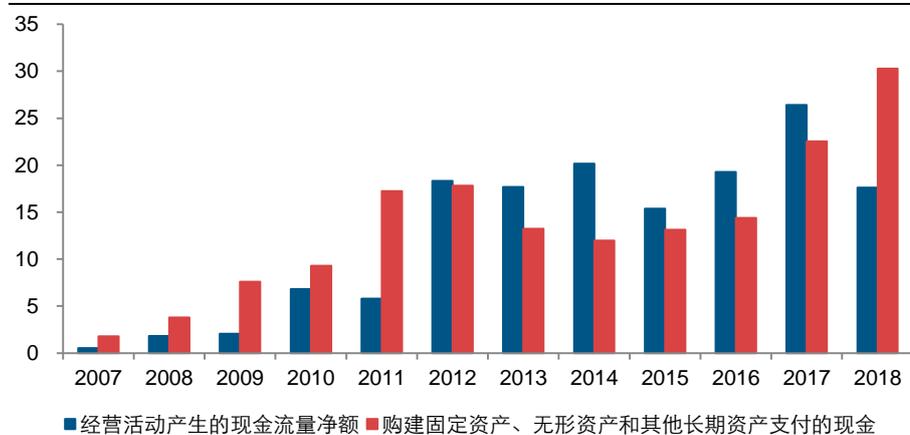
资料来源：长江证券研究所

一是门店的标准化复制能力，决定扩张的可能性：门店的标准化复制能力一方面取决于行业属性，一般意义上而言，必选消费商品相对较为集中和标准化，可选消费商品和需求则更加多样化，使得可选消费业态标准化的难度更高；另一方面，门店的标准化能力也来自于上游供应链能力的跨区域复制水平，对于超市而言，是直采供应链的跨区域复制，对于百货而言，是来自于自身丰富品牌库基础上的跨区域品牌资源调配。

二是单店的盈利能力，决定扩张的持续性：我们认为，相较于竞争对手而言更强的产出效率，单店更高的盈利水平，是零售公司在扩张过程中兼顾利润增长和现金流留存的重

要途径，强化扩张的可持续性，也是使得零售企业能够在同质化竞争中脱颖而出的重要法宝。

图 4：永辉 2012-2017 年间经营性现金流净额已经能够覆盖每年资本开支（亿元）



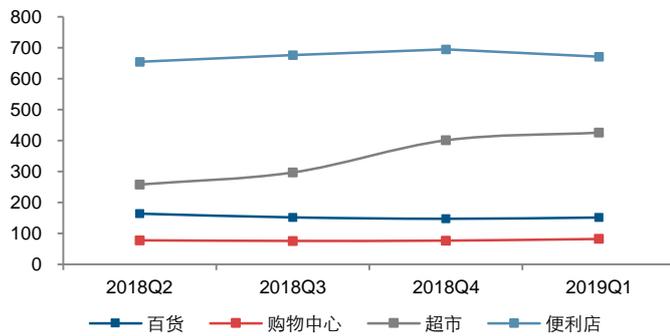
资料来源：Wind, 长江证券研究所

由于成本端人工和租金成本刚性上涨，特别是租金成本控制的难度相对较高，我们认为单平米产出是衡量零售公司持续扩张水平的较好指标，不同于往常使用的坪效，在业态逐步迭代、终端盈利模式逐步多元的今天，我们认为**毛利坪效是更能衡量零售企业单平米产出、比较竞争优势、持续扩张能力的指标**，主因：

第一，毛利坪效更能平衡量价关系：我们采用毛利率*坪效得到毛利坪效这个指标，首先是为了平衡促销或者零售公司主动的低价揽客策略，因为低价策略具备对毛利率的折损和对销售额的提升双重作用，因此采用毛利坪效指标也是为了检验定价策略是否真正带来有效毛利额的提升。以超市行业为例，在针对好市多和沃尔玛的对比的时候，好市多的坪效水平表现优异且较大幅领先于沃尔玛，但如果仅以此判断好市多比沃尔玛单平米产出更高难免有失偏颇，主因好市多是主动采取低毛利率高性价比获客策略，因此加入毛利率指标，对比二者毛利坪效水平，或更能反映二者单平米产出效率。

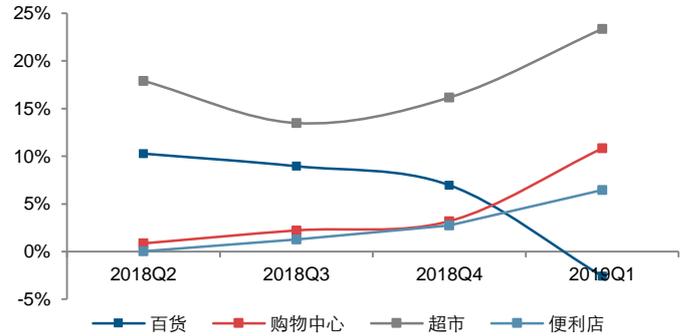
第二，毛利坪效更适合不同经营模式不同业态之间的横向对比：由于渠道类企业发展至今，自营/联营/租赁模式相互融合，特别是纯租赁模式下，以租金净额计入营业收入，与自营/联营模式下终端销售额计入收入的模式可比性较弱，引入毛利坪效的概念，更能拉平经营模式去比较各业态之间的产出效率，典型的是纯百货和购物中心的对比，采用毛利坪效指标更能真实反映两个业态的产出效率、检验购物中心的获客能力和转化水平，以天虹为例，在逐渐开发购物中心业态的过程中，为了以更加可比的指标验证公司业态升级效果，我们从其披露的可比店毛利额和月均毛利坪效的指标便可部分证明：公司购物中心业态由于当前店龄结构较新、虽毛利坪效的绝对额不及传统百货，但毛利额增幅较传统业态而言领先较多。

图 5：天虹股份各业态月均毛利坪效（元/平方米/月）



资料来源：公司公告,长江证券研究所

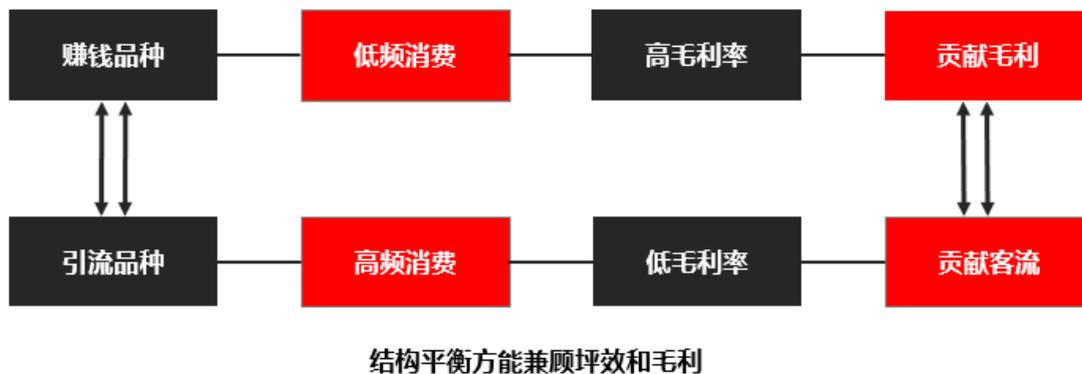
图 6：天虹股份可比店毛利额同比增幅



资料来源：公司公告,长江证券研究所

第三，毛利坪效更能检验渠道类企业盈利模式能否跑通。低毛利率品类获取客流，高毛利率品类获取利润，是几乎所有零售业态盈利模式的“通用解”，但是却以低毛利率和高毛利率品类之间形成有效的连带销售为前提，而衡量这种盈利模式能否跑通的关键，则是在考虑低毛利率流量品种是否带来有效客流、进而提升坪效的同时，也应兼顾高毛利率获取利润品种是否同时形成了连带销售、从而带来毛利率的实质改善，因此唯有两类品类的动态均衡、同时平衡了客流和毛利的关系，方能带来毛利坪效指标的不断优化，因此毛利坪效的对比更能检验零售企业的盈利模式。

图 7：毛利坪效能检验零售公司盈利模式能否跑通



资料来源：长江证券研究所

总结来看，我们认为，毛利坪效一方面是更具可比性的衡量零售公司单平米产出的指标，而单平米产出很大程度上决定了门店的盈利能力，奠基了零售企业扩张的持续性和核心比较优势，这是渠道类企业先建立规模优势的大前提；另一方面，毛利坪效也是更加能综合反映零售公司护城河和竞争优势，因为无论是何种竞争优势，其均会投射到公司的盈利模式上，而毛利坪效指标是反映零售企业盈利模型是否能够跑通、低毛利率引流品类和高毛利率获取利润品类能否平衡的关键变量。无论是永辉的生鲜供应链优势、好市多的极致精简商品模式、天虹的业态组合能力，均能体现在毛利坪效指标的不断优化当中，后文我们将详细解释各个龙头零售企业的竞争优势以及其毛利坪效对其的体现。

格局成为毛利坪效的关键变量

电商分流影响客流和定价

纵向来看，历史上影响零售行业单平米产出的因素主要有二，一是在行业高速增长期，终端需求的自然增长，城镇化带动客流的集聚，消费能力的提升促进客单价的提升，从而带来毛利坪效的自然增长；二是终端需求降速之后，行业进入存量竞争阶段，行业竞争格局决定终端客流的切割，因此竞争格局在第二阶段显得更为重要。

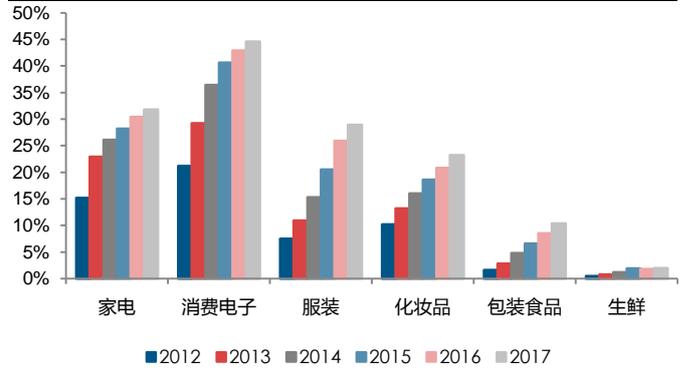
而在第二阶段，最大的外生变量便是电商的竞争，我们认为，分解来看，电商对实体零售企业单平米产出效率的影响主要体现在两个方面：**第一，电商对实体零售客流的分流，客流的下滑最终带来坪效的下滑；第二，电商使得价格机制极度透明化，叠加电商前期以促销获取客流的影响，部分破坏了实体零售企业的定价机制，使得实体零售企业的毛利率在电商分流期间承压。**

图 8：网络购物交易规模历年增长和网购分流情况



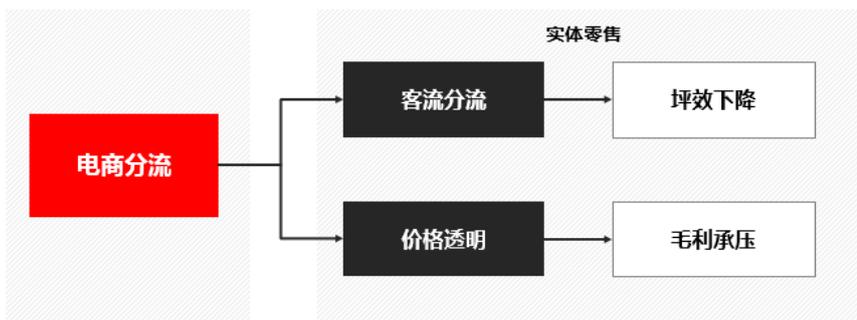
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 9：各个主要品类电商渗透率提升情况



资料来源：欧睿,长江证券研究所

图 10：电商分流对实体零售的毛利坪效影响机制

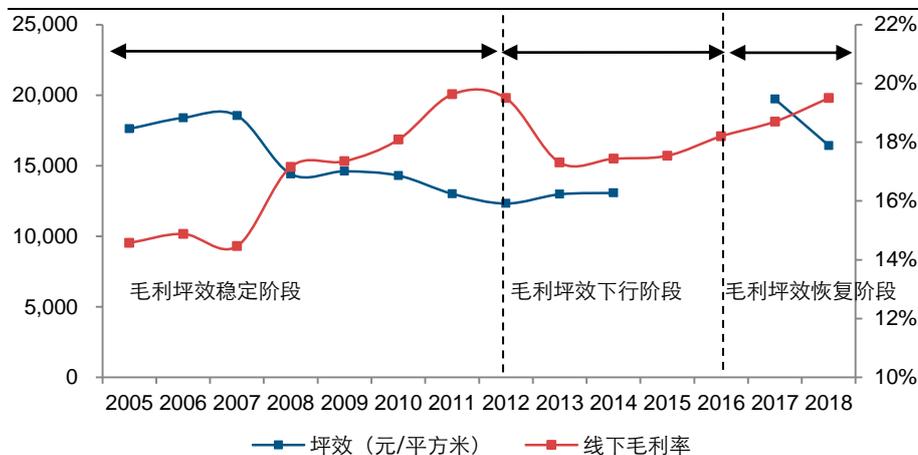


资料来源：长江证券研究所

以上市周期较长的苏宁为例，由于其主营的家电 3C 品类具备高标准化程度、高客单价和低频消费的特点，是早期被电商分流较为严重的品类，从分品类的电商渗透率来看，2012-2015 年间是电商每年大幅度分流家电和消费电子产品的年份，对应来看苏宁的发展阶段，2005-2011 年，公司在快速扩张期，虽然坪效因为新店的摊薄有所下降，但由于向上游规模议价力的快速攀升，使得公司毛利率大幅提升，毛利坪效因此保持稳定；2012-2015 年，由于电商分流，一方面使得公司客流在其期间有所分流，体现为坪效的提升面临一定压力，另一方面由于线上的促销和价格机制的透明化，叠加公司 2013 年

开始实行线上线下同价策略，公司线下毛利率也承受了较大压力，因此公司 2013 年-2015 年的毛利坪效开始进入了承压阶段。

图 11：以苏宁为例，公司坪效和毛利率演变路径的三阶段复盘

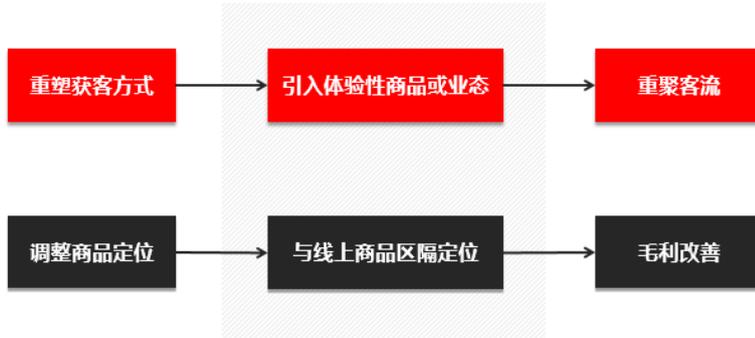


资料来源：Wind,公司公告，长江证券研究所（公司 2014-2016 年面积数据缺失，故此数据有所缺失，公司线下毛利率为基于我们对线上毛利率的假设进行的倒推，且基于 2013 年公司年报中提及的，在 6 月份推出了线上线下同价策略，也带来线下毛利率水平一定程度的下降这一判断，进行合理假设，与公司实际经营情况存在差距仅供参考）

实体变革重塑流量和商品

2016 年以来，伴随终端需求的企稳、电商分流的边际弱化，以及实体零售企业自身的转型变革，部分龙头零售企业的毛利坪效有所恢复，总结来看，零售企业的变革也主要围绕以上两个被电商分流所破坏的机制的重塑展开：**一是优化存量、寻找增量以优化获客能力**，重塑线下业态组合以强化客流获取能力，引入体验性商品或业态，例如苏宁易购将原有传统电器店向云店转型，增加体验性商品占比，同时将渠道下沉到电商尚未完全触达的低线市场，天虹将体验性业态引入传统百货，强化线下门店客流集聚能力，而永辉则是牢牢把握消费场景大头在线下的生鲜品类进行深耕，确保了自身的引流品种持续具备有效性；**二是从商品端重塑实体零售渠道定价权**，调整门店商品定位，与线上商品形成差异化，与线上定位于低频、标品形成显著区隔，线下专注于把握强体验性品类、强化自有商品占比，从而重塑渠道定价权，例如苏宁区隔线上线下商品定位，线下调整为经营高端化、体验性家电产品为主，线下毛利率因此获修复性改善。

图 12: 电商分流趋缓之后, 实体零售自身毛利坪效的战略调整措施



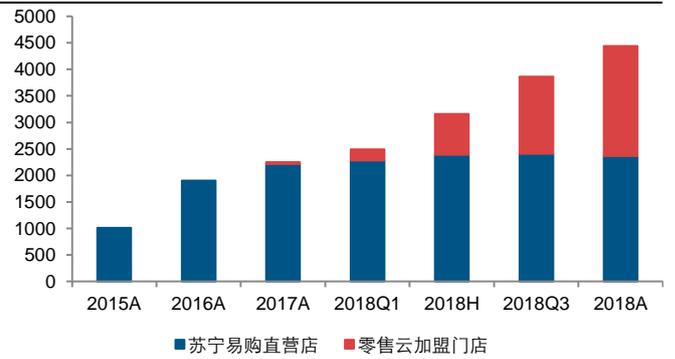
资料来源: 长江证券研究所

图 13: 一二线城市苏宁易购云店开店数量逐渐增多, 同店表现较为优异



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 14: 三四线城市公司创新直营店和零售云加盟店进行下沉



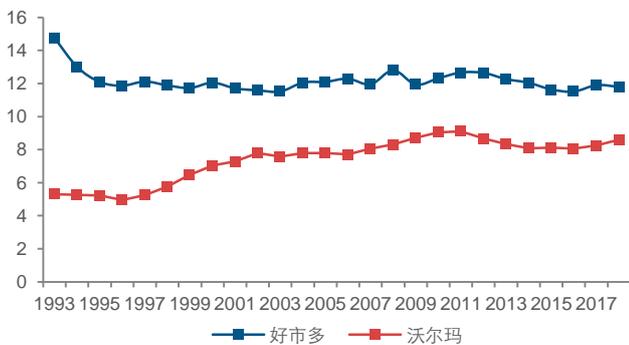
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

寻找格局演变期壁垒持续企业

海外商超：高性价比商品提升用户黏性

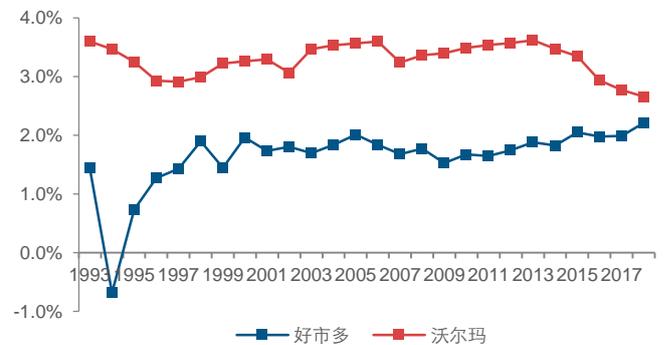
我们认为，过往我们在对比沃尔玛和好市多的过程中，往往只关注到好市多较高的坪效，而忽略了两家公司本身定价策略的差异，从盈利模式和核心壁垒来看，**好市多以低毛利率主打性价比商品的策略，极致单品销售和周转，因此存货周转效率高于沃尔玛但销售净利率相对较低，简言之其盈利模式是低毛利率定价策略换取高用户粘性和坪效，核心壁垒是极致的商品精选和会员管理能力；而沃尔玛本身从定位上主打商品种类的丰富齐全和一站式购买，在建立了全国龙头地位以后逐渐掌握渠道定价权和议价力，虽然在前一阶段两家公司类似的采取了主动让利消费者的策略，但后一阶段沃尔玛是形成规模基础之上的上下游议价力，从经营结果来看，虽沃尔玛存货周转效率低于好市多但盈利能力相对更高，具体分析两家公司的毛利坪效变化：**

图 15：沃尔玛存货周转效率对比（次/年）



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

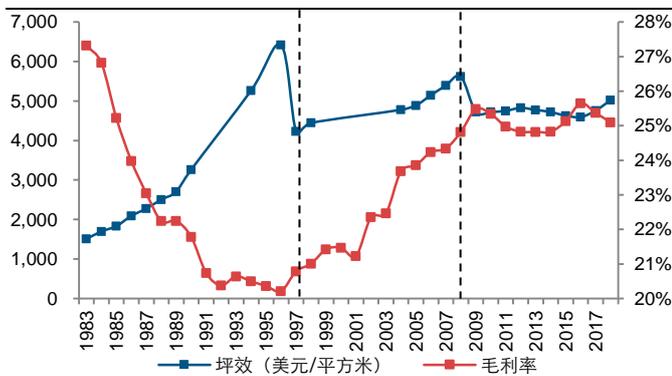
图 16：好市多销售净利率对比



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

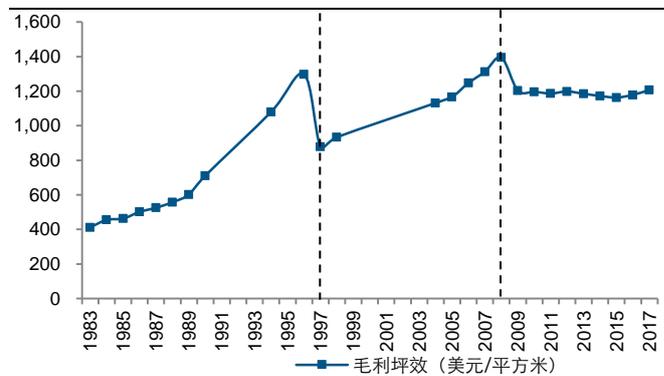
回溯沃尔玛历史，在公司成立至 1997 年，倚靠天天低价策略，由于沃尔玛采用先建物流中心并围绕其密集开店的方式，进行外延扩张，区域内的集中管理、采购配送带来的成本节约，是沃尔玛低价策略得以持续的基础，低毛利率获取客流换得坪效的迅速提升，而毛利坪效的同时提升验证了低价让利消费者策略的有效性；1997 年以后，公司在逐步建立了上下游议价力的基础上毛利政策开始了恢复，这一阶段公司的坪效涨幅略缓慢，毛利坪效的二次提升主要倚靠毛利率的恢复性增长；2009 年以后由于美国同样存在电商分流的情形，使得公司坪效和毛利率的提升面临双重压力。

图 17：沃尔玛坪效和毛利率情况复盘



资料来源：Bloomberg, 公司公告, 长江证券研究所

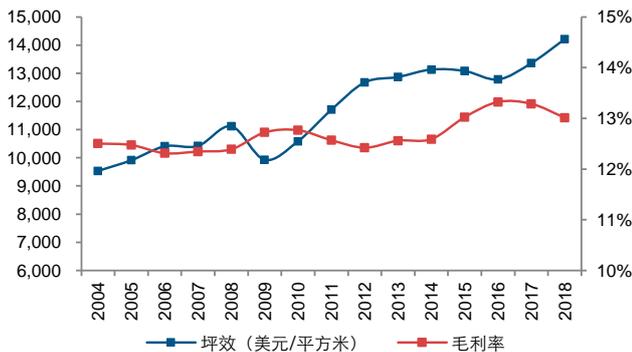
图 18：沃尔玛毛利坪效变化趋势



资料来源：Bloomberg, 公司公告, 长江证券研究所

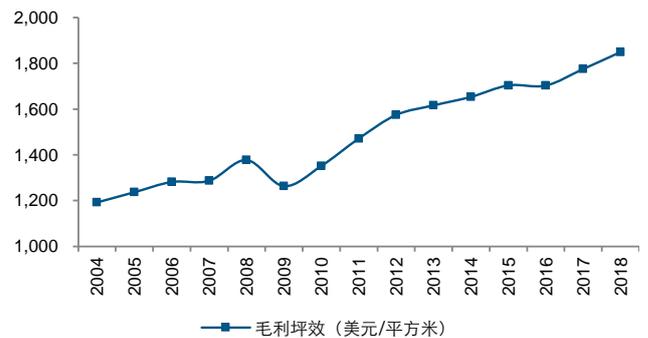
好市多则是凭借差异化定位，秉承高性价比定价策略，极致精选 sku 提升单品周转，并以会员制消费提升用户粘性，始终保持毛利率一直在 12%-13% 的区间内窄幅波动，但由于获客能力和用户粘性和不断攀升，拉长来看，好市多无论是坪效水平还是毛利坪效水平一直处于攀升通道，且显得难能可贵的是，在后一阶段美国电商分流期，好市多高性价比策略依旧能带来坪效和毛利坪效的不断优化。

图 19：好市多坪效和毛利率情况复盘



资料来源：Bloomberg, 公司公告，长江证券研究所

图 20：好市多毛利坪效变化趋势



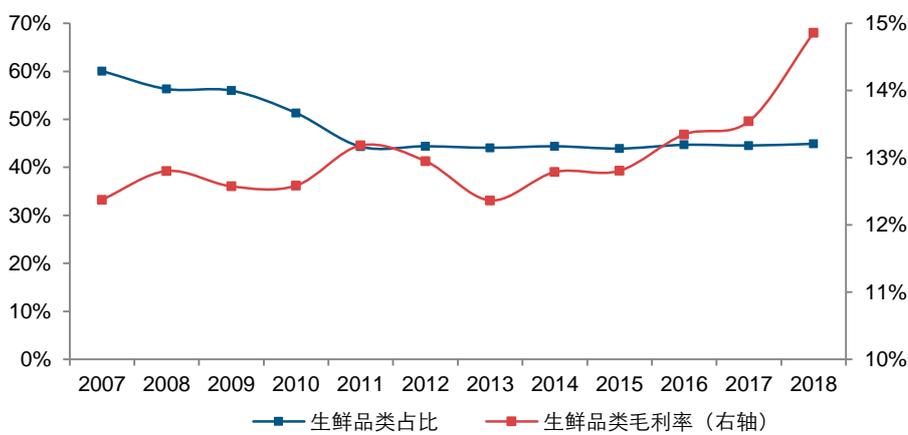
资料来源：Bloomberg, 公司公告，长江证券研究所

总结来看，虽然两个龙头超市从纯坪效指标来看差距较大，好市多的领先优势较为突出，然如果考虑毛利率之后，两者之间的毛利坪效差距实际并不大，但拉长来看，两个公司无论是以规模基础上的议价力提升为护城河策略（客流与坪效稳定基础上的议价力提升），还是精选商品基础上的会员黏性反复强化的核心壁垒（毛利率低位稳定基础上的客流和坪效不断提升），最终均反映在长周期的毛利坪效的提升上，验证了公司核心壁垒和盈利模式的有效性。

国内商超：深耕生鲜品类稳定长期客流

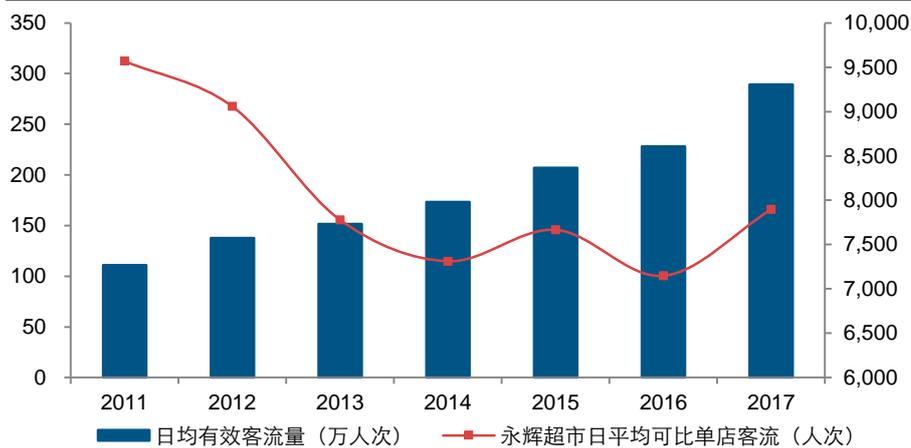
同为国内超市，永辉超市和高鑫零售的护城河也有较大差异：永辉生鲜品类的供应链和经营优势突出，而国内的生鲜产业链的两个背景：1) 上游生产较为分散，规模化生产的程度不高；2) 下游需求纷繁复杂生鲜 SKU 极其繁多，上游和下游的极度分散化，使得永辉建立起的源头直采生鲜供应体系+不断积淀的生鲜单品精细化管理经验，成为其核心竞争优势，叠加从竞争格局来看，生鲜以线下为主要消费场景的底层逻辑始终没有被破坏，这一切使得公司生鲜供应链的护城河也得以延续。相对于同业而言，较高的生鲜品类占比和经营能力，使得永辉门店聚客效应显著，加之，生鲜和快消品等标准品形成了连带销售，公司生鲜毛利率相较于同业而言也具备竞争力，以上使得公司整体毛利坪效水平较优。

图 21：永辉高生鲜占比和较高的生鲜毛利率水平持续提升



资料来源：Wind,公司公告，长江证券研究所

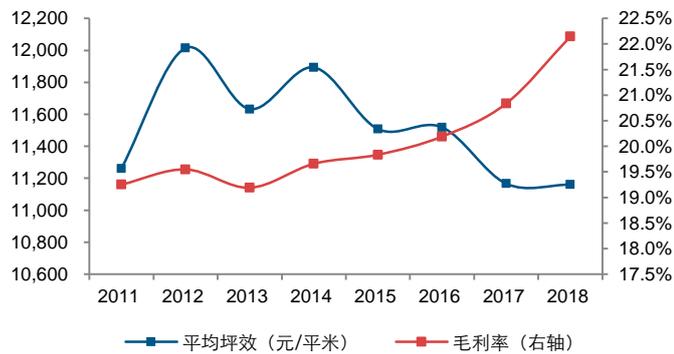
图 22：永辉整体日均有效客流量和可比单店客流量情况变化，2017 年以来显著修复



资料来源：公司公告，长江证券研究所

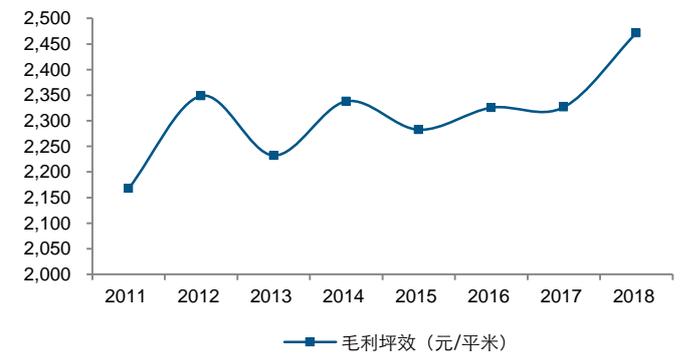
相对低毛利率的生鲜品种带动客流以及高毛利率的标品获取利润的思路，在永辉毛利坪效中得到了充分的展现：由于上市以后的高速展店，公司平均坪效存在阶段性被新店摊薄的情形，但由于生鲜毛利率始终处于提升通道，拉长周期来看公司毛利坪效在新开店提速且后期存在电商分流情形的背景下，依旧处于提升区间实属难得，其背后反映的是公司依旧牢牢把握渠道获客力和定价权，方能维持客流、坪效以及毛利率的稳定性。

图 23：永辉超市坪效和毛利率情况复盘



资料来源：Wind,公司公告，长江证券研究所（此处为计算销售收入和面积时我们均剔除了云创业务的影响）

图 24：永辉毛利坪效变化趋势



资料来源：Wind,公司公告，长江证券研究所

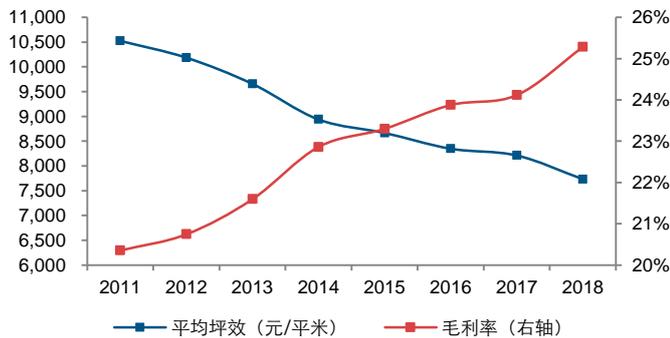
高鑫零售则是由于创始人来自润泰纺织厂，其将工业化思维引入大卖场，极致标准化各个经营细节，提升门店复制扩张能力，且叠加了早年大卖场以快消品为主打的经营特色，提升了标准化经营的可能性，工业化思维标准化门店经营、提升扩张能力的基因，使得公司在 2010 年以前得以快速扩张，2010 年规模超越沃尔玛和家乐福。而这种标准化经营的思路同样体现在公司当年极高的单平米产出当中，从公司单平米产出而言，由于高鑫零售门店中存在相当面积的转租区域，而公司仅披露建筑面积（也可能包含了相当比例的停车场面积），假设超市门店经营面积占比 1/3，那么高鑫零售 2011 年实际坪效超 3 万，超高的单平米产出是其当年能持续进行门店扩张的重要动因。从长期趋势来看，由于快消品在后一阶段因标准化程度较高且存在一部分低频消费品，逐渐被电商分流，导致门店坪效承压，即使毛利率的快速提升也难抵坪效的下行压力，毛利坪效在后一阶段有所承压。

图 25：高鑫零售历史门店数量和盈利能力



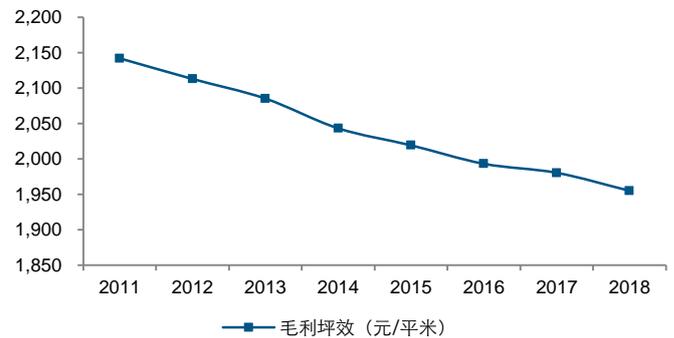
资料来源：公司公告,公司新闻，长江证券研究所

图 26: 高鑫零售坪效和毛利率情况复盘



资料来源: Wind,公司公告, 长江证券研究所

图 27: 高鑫零售毛利坪效变化趋势

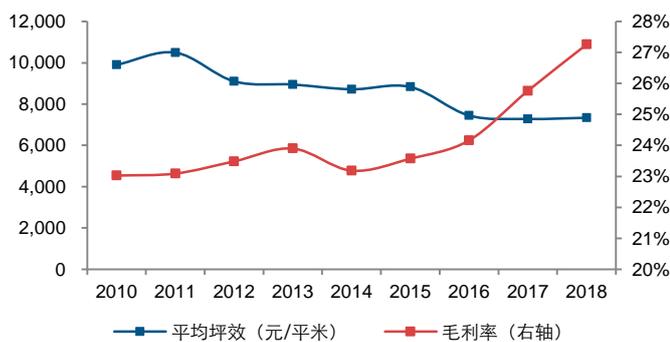


资料来源: Wind,公司公告, 长江证券研究所

国内百货: 高体验性业态重塑获客机制

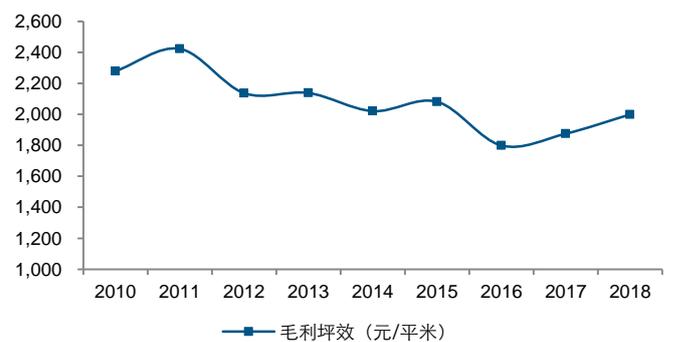
天虹股份抓住两大契机: 购物中心趋势和社区商业兴起, 着力进行业态转型, 由于其增加体验性业态和新增购物中心门店的过程中, 收入确认方式发生变化, 租赁业态占比提升、净租金收入增加, 使得原有的坪效指标不能完全体现公司业态优化效果, 毛利坪效指标相对更能综合反映, 我们发现公司毛利坪效指标自 2016 年之后恢复性增长的趋势显著, 一定程度上体现了公司优异的业态组合能力。而王府井定位和天虹存在一定差异, 主要以市中心中高端百货为主, 由于客单价相对较高因此过往坪效高于天虹, 在电商分流较严重的年份也面临了毛利率和坪效的增长压力, 在着力进行变革之后, 2017-2018 年公司毛利率获得了一定的提升从而促进坪效的修复。如果不考虑两个公司面积指标的差异, 当前两个龙头公司毛利坪效均在 2000 元/平米/年左右。

图 28: 天虹股份坪效和毛利率情况复盘



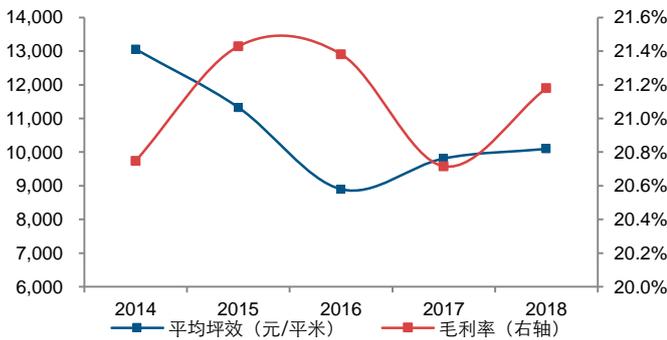
资料来源: Wind,公司公告, 长江证券研究所

图 29: 天虹股份毛利坪效变化趋势



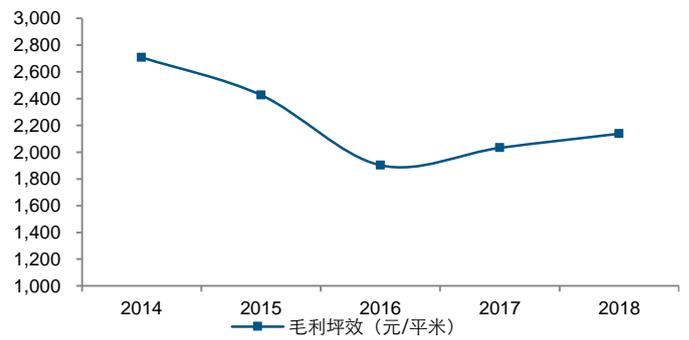
资料来源: Wind,公司公告, 长江证券研究所

图 30: 王府井坪效和毛利率情况复盘



资料来源: Wind,公司公告, 长江证券研究所

图 31: 王府井坪效和毛利率情况复盘



资料来源: Wind,公司公告, 长江证券研究所

小型业态：便利和差异性强化定价能力

前述零售公司由于门店面积较大且面积的口径不一，因此我们较少进行公司对比而专注于公司毛利坪效发展趋势的研判。然毛利坪效同时也是优质的横向对比业态盈利模式的指标。我们以三种小业态药店、母婴店和便利店（面积较小，面积口径不同的问题相对不突出），且布局贴近社区、租金水平较为接近的对比来看，坪效来看，益丰药房坪效水平为 1.8 万/平米/年，爱婴室当前平均坪效水平为 1.6 万/平米/年，红旗连锁为 1.3 万/平米/年，单平米产出角度而言药店连锁较为领先，同时爱婴室凭借较强的精细化运营能力，坪效也有不错水平；综合毛利率水平来看毛利坪效，由于药店连锁毛利率水平非常突出：益丰药房毛利率水平接近 40%，毛利坪效为 0.73 万/平米/年，爱婴室和红旗连锁毛利率水平较为接近，高于普通超市业态，在 28% 左右，爱婴室毛利坪效为 0.45 万/平米/年，红旗连锁为 0.37 万/平米/年，三种小业态均录得优于大型业态的毛利坪效水平。

我们发现，与大型的商超、百货对比，小业态的坪效和毛利率之间并没有严格的此消彼长关系，也就是说，维持较低的毛利率水平、以性价比或者流量型商品获客的策略，可能并不是小型业态最主要的盈利模式，在坪效与大超/百货相差不大的情况下，三种业态较高的毛利率是其录得较高毛利坪效的重要因素，因其在定价过程中包含了一定的便利性溢价和商品差异性溢价，因此毛利率相对较高，且药店连锁中由于叠加了信息不对称的溢价，毛利率在三者中最高。据此我们预计，由于租金水平相对更高，通过各种方式提升渠道定价权是业态盈利模型跑通的关键，毛利坪效指标对小业态的经营或更加重要。

表 1: 母婴连锁代表爱婴室和药店连锁代表益丰药房的单店经营指标对比

单店经营指标	爱婴室	益丰药房	红旗连锁
平均单店经营面积(平方米/店)	587	133	190
平均单店收入(万元/店)	938	243	254
坪效(万元/平方米)	1.6	1.8	1.3
综合整体毛利率	28.41%	40.04%	27.72%
单店毛利额(万元)	266	97	70
毛利坪效(万元/平米)	0.45	0.73	0.37
单店税金(万元/店)	3.6	1.76	1.43
单店员工人数	13	6	6

平均工资 (万元/人/年)	6.3	6.4	4.6
单店员工工资 (万元)	82	41	27
单平米人工费用 (万元/平米/年)	0.14	0.31	0.14
人工费用率	8.74%	16.89%	10.45%
人效测算 (万元/人/年)	72	38	44
单店租金费用 (万元)	62	20	20
单月单平米租金 (元)	88	125	89
租金费用率	6.61%	8.22%	8.01%
单店水电费用 (万元)	5	1	3
单店折旧摊销费用 (万元)	17	6	6
单店盈利规模测算 (万元, 税前)	97	27	14
单平米盈利规模测算 (万元, 税前)	0.17	0.21	0.07
单店税后利润率	7.75%	8.45%	3.98%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（益丰药房集中分布在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东等地区，爱婴室主要分布在上海、浙江、江苏、福建等地区，红旗连锁主要分布在四川省，以上无特殊说明时间区间均为年，由于爱婴室、益丰药房 2018 年新增门店数量较多对单店营业收入的摊薄较为严重，因此此处仍以 2017 年数据进行测算）

总的来说，横向对比来看，各个零售企业的基因和核心壁垒不尽相同，但与前述的行业毛利坪效的影响因素分析相一致，各个零售企业不同的护城河，最终都导向了两个能力的强化：获客力和定价权，好市多性价比商品的定位和会员消费体系使其获客能力持续强化；沃尔玛在围绕物流中心周边的密集开店以获取低成本优势和规模议价力，本质上是强化了上下游议价力和当地的定价权；在生鲜品类消费场景大头在线下的背景下，永辉深耕生鲜品类是其门店获取稳定客流的重要方式，而由于生鲜产品的非标准化以及永辉源头直采的优势，一定程度上也促进了公司生鲜定价权的强化；而天虹着力进行的社区购物中心转型，也是在部分消费和客流向社区集聚的大背景下，对获客力的进一步重塑。此外，我们判断分业态属性而言，大小型业态对获客力和定价权两个方向的侧重点有所不同，大卖场为代表的大型商业业态，牢牢把握获客品类是其能在竞争格局变革期仍能提升毛利坪效的关键，典型代表是性价比为王的好市多和深耕生鲜的永辉；而对于贴近消费者布局的小型业态而言，以便利性溢价和商品差异化塑造商品溢价力为其盈利根本。而获客力和定价权，最终从量化的角度来看便综合反映为渠道的毛利坪效水平。

兼顾壁垒深厚和业态重塑公司

个股选择上，我们建议精选两类公司：1) 在业态分流过程中仍能录得毛利坪效的优化、反映其壁垒深厚的企业；2) 着力进行业态重塑有望获长期毛利坪效提升空间的企业，重点推荐，永辉超市、家家悦、天虹股份、苏宁易购。具体个股投资逻辑如下：

永辉超市：组织架构变革效果有望提供业绩弹性、新业态逐步培育成熟提振估值弹性。
超市基本盘来看，回归初心聚焦主业，权利下放焕发收入增长动力：战略层面，梳理各大板块，以超市业务为核心，回归塑造食品供应链平台型公司本源，注重节能增强；架构层面，变集群管理为战区管理，采用更细颗粒的管理思路，适度下放权利激发经营活力。**Mini 店顺利展店，公司生鲜供应链优势使得开店效果可期，有望提供估值弹性。**在此基础上，公司试水社区生鲜业态——永辉 mini 店，贴近社区布局，定位偏大众化，且依托公司原有大店进行布局。我们认为，社区生鲜超市盈利的难点在于前端门店的精细化管理和商品选品能力，而无论是生鲜精细化管理、损耗控制和生鲜商品供应链，均植根于永辉生鲜供应链基石，因此永辉一方面已经经过一段时间对于社区小业态的摸索和模型的跑通，另一方面若能有效结合自身强生鲜供应链和管理能力，永辉 mini 店或将获得优于同业的经营效果。

表 2：永辉超市十大战区分省份情况

战区明细	2018 年营业收入 (亿元)	2018yoy	2019Q1yoy
一区(福建省)	123	3.79%	5.77%
二区(北京、天津、黑龙江辽宁、吉林)	82	8.61%	10.48%
三区(浙江、江苏、上海)	100	45.88%	37.35%
四区(重庆、湖北、湖南)	129	9.39%	8.71%
五区(四川)	70	39.54%	28.23%
六区(广东)	16	55.00%	26.55%
七区(河北、河南、山西)	49	20.84%	14.76%
八区(安徽、江西)	48	25.69%	18.98%
九区(贵州、云南、广西)	20	16.88%	31.06%
十区(陕西、宁夏)	18	53.15%	58.17%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：永辉超市 mini 店 1 季度开店和储备门店情况

序号	省份	门店数	面积 (平方米)	储备门店
1	重庆	30	16,110	57
2	四川	14	7,349	27
3	福建	13	6,366	12
4	陕西	11	5,226	21
5	河南	4	2,573	1
6	贵州	4	1,931	6
7	安徽	4	1,923	4
8	上海	2	1,150	2
9	河北	2	879	3

10	广东	1	723	2
11	湖南	1	628	
12	北京	2	613	1
13	江苏	1	550	
14	山西	1	550	1
15	云南	1	541	2
16	江西	1	533	2
17	广西	1	349	1
18	湖北			2
19	浙江			2
合计		93	47,991	146

资料来源：公司公告，长江证券研究所（福建省存量门店数位于福州）

家家悦：多业态协同发展和生鲜供应链基础奠基，跨区域扩张渐入佳境，拟发行可转债进一步夯实扩张资金基础。公司底层逻辑来看，多业态并举发展、生鲜供应链基础的夯实，使得公司门店的获客能力持续优异，相较竞争对手的优势突出；此外，从公司边际变化来看，在配送中心基础不断夯实的背景下，公司加速扩店，并积极展开行业整合：收购青岛维客、控股张家口福悦祥超市、托管华润山东地区门店，外延扩张渐入佳境有望打开；资金储备方面，公司近期拟发行 10 亿可转债进一步夯实扩张的资金基础，彰显公司扩张的决心和信心。总体来看，生鲜品类的运营优势，叠加外延店加速，以及内部合伙人制度的持续推进，有望共同推进公司的收入和利润增速进入双升通道。

图 32：家家悦坪效和毛利率情况复盘



资料来源：Wind,公司公告，长江证券研究所

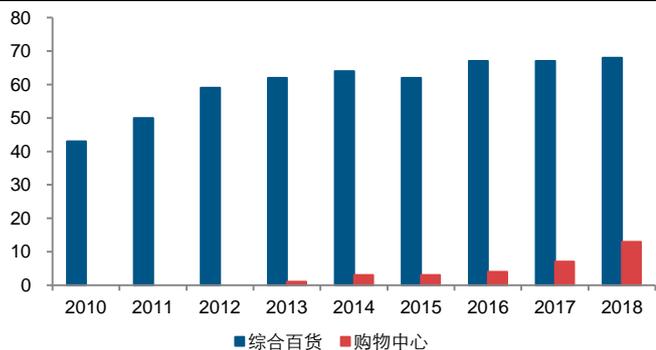
图 33：家家悦毛利坪效变化趋势



资料来源：Wind,公司公告，长江证券研究所

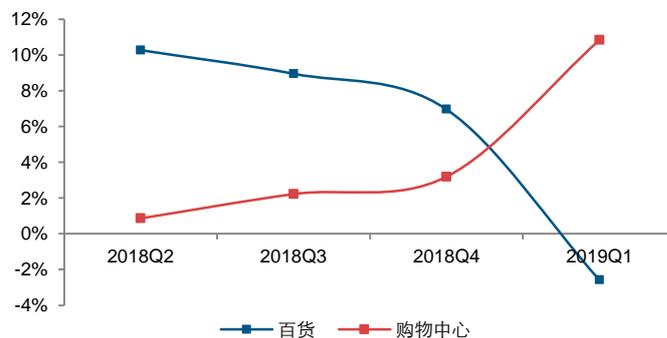
天虹股份：新旧业务接力，保障业绩进入稳高速增长阶段。公司过去两年力推原有百货业务改革，同店收入与业绩增长优于同行，与此同时公司基于自身百货业务积累的社区业务管理经验，以轻资产方式加快进入到空间更大、竞争格局更好的社区购物中心市场，新业务从 2018Q3 开始贡献显著业绩增量，逐步完成新旧业务动能更替，业绩开始进入稳高速增长阶段；同时，机制全面释放，为业务变革与扩张提供动力：力推两期员工持股计划，均覆盖门店前端管理人员，管理下放进一步增强老业务变革与新业务改革的执行力。

图 34：天虹新开门店以购物中心门店为主，业态不断优化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

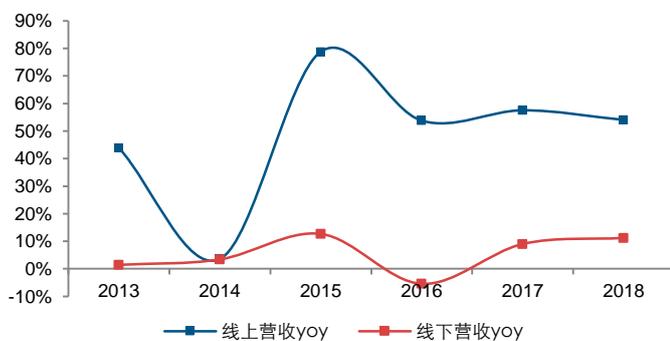
图 35：天虹购物中心业态的可比店毛利额增幅逐季提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

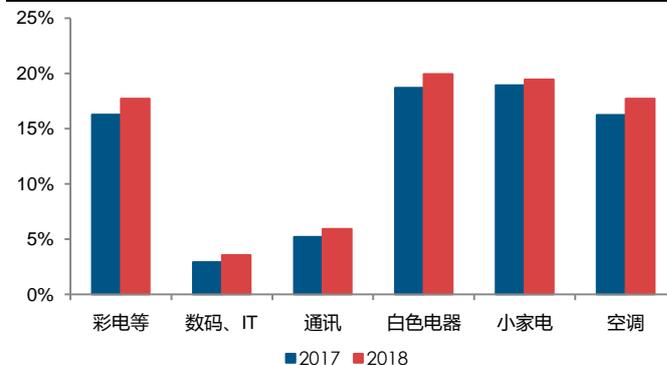
苏宁易购：公司规模增长驱动力逐渐多元化，收入端仍有望保持较快成长。2018 年苏宁持续居于家电零售市场第一位，有望凭借线上线下协同作战优势持续扩大市场份额，其全渠道家电 3C 零售的基本盘有望持续；2019 年将是公司渠道下沉（以零售云为代表的低线城市渠道拓展）、品类拓展（快消和母婴品类的延拓）和流量升级（苏宁拼购）的集中兑现的年份，拓展高频消费的快消品类，正是其在用户数量基数较高之后提升复购率的有效方式，预计苏宁 2019 年以后的增长将是不完全依赖于家电 3C 品类的非线性增长过程；**竞争格局和竞争的关键要素逐步变化，盈利能力有望持续提升。**2018 年公司首度进行了报表的分部披露，其中 2018 年大陆地区零售业务经营性净利润率同比提升 0.58 个百分点，显现出在价格竞争边际趋缓叠加公司规模优势不断强化的过程中，公司主业盈利能力的持续优化。

图 36：苏宁线上和线下营收增速相继回升并高位企稳



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 37：苏宁 2018 年各个品类的毛利率均获得较大幅度优化



资料来源：公司公告，长江证券研究所



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。