

需求分层推动供给分级，喜茶、盒马、拼多多的 兴盛之道

——消费分级专题报告



宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn

S1090518090002

周洁（研究助理）

zhoujie10@cmschina.com.cn

CMS  招商证券

2019年6月28日

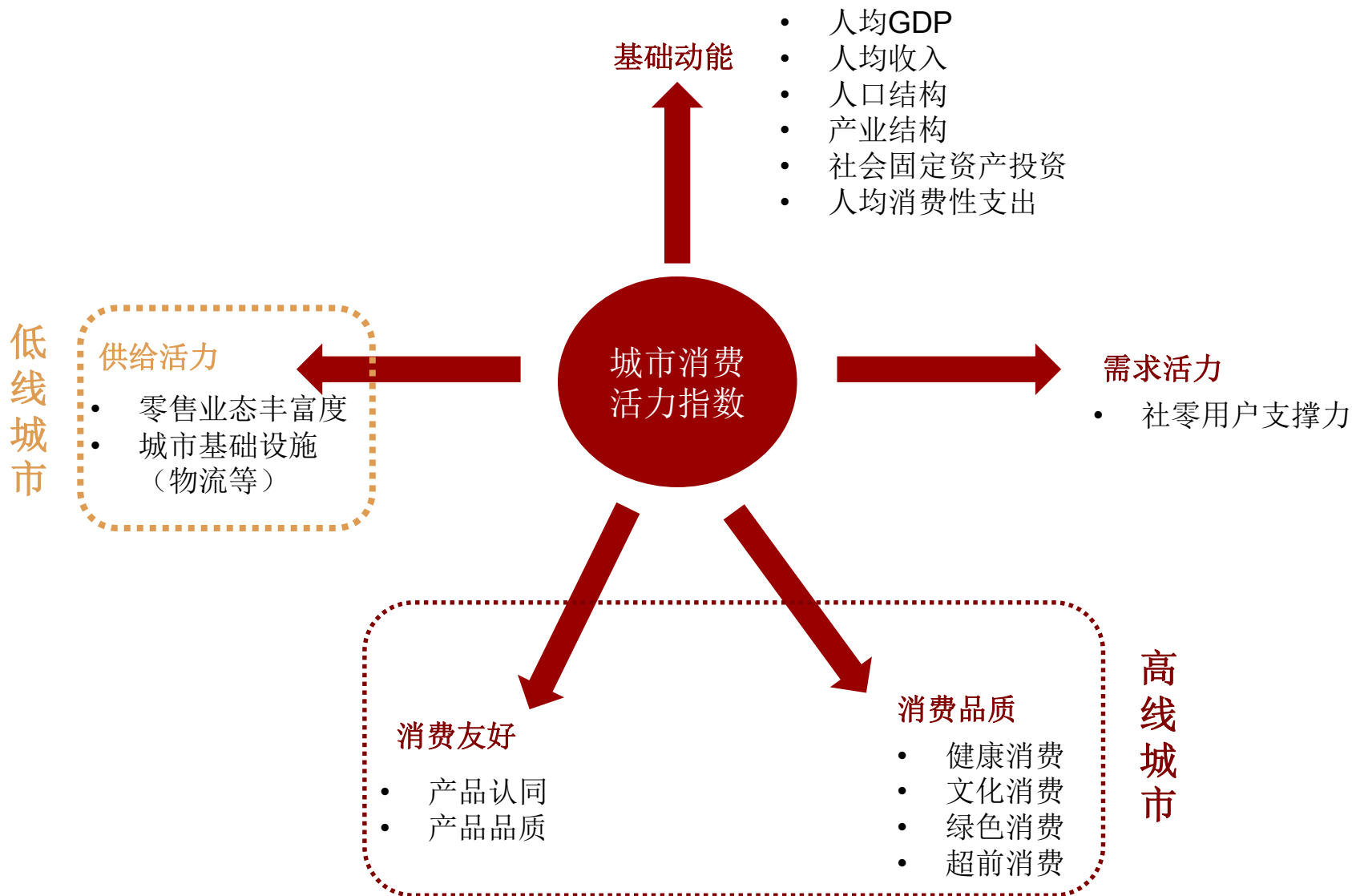
摘要

- **城市消费活力由基础动能、需求活力、供给活力、消费品质和消费友好等共同决定。**一方面，消费升级品类例如化妆品类、金银珠宝类等，2019年5月社零环比的增速均有一定回升，消费升级大势所趋；另一方面，农村居民收入处于网络零售爆发期，低线城市对电商偏好度与一二线相当，甚至出现五六线城市客单价高于一二线城市的情况。**从不同品类线上渗透率来看，两级分化明显，电子、服饰等消费品远高于传统食品（生鲜、包装食品、酒类）渗透率。**而又从渗透率较低的生鲜品类来看，在高低线城市之间也出现渗透分化，一线、新一线城市不到20%的人口贡献了生鲜品类超过50%的GMV。**总之，消费升级地域差异化明显。**
- **高线市场消费升级主观能动性更强，“消费品质”和“消费友好”是关键影响因素，便捷消费带来的“到家”潜力大于电商规模化带来的边际成本递减效益。**高线城市居民普遍教育水平较高，追求品质消费，驱动力在于消费体验的边际改善，消费更显品牌化、理性化。例如对生鲜品类（效率及品牌）的近场消费需求旺盛；对奶茶品类的品质消费需求旺盛；对日常耐用品则体现出性价比消费需求旺盛。高线城市的零售一方面要主动打造差异化产品，做产品型零售，另一方面要充分挖掘高线城市“懒人经济”下的到家服务机会。
- **低线城市消费升级受渠道变革影响较大，“供给活力”和“基础动能”是关键影响因素，电商规模化仍有较大潜力。**低线城市居民不同过往，一方面人口回流+细碎时间带来巨大流量红利，另一方面区域收入差距仍然严重，小镇青年不敢乱花钱。互联网企业利用这一契机创造一系列线上流量变现的场景。如趣头条、拼多多、云集、纷来等一系列平台深耕用户心智，通过社交、短视频、游戏、阅读等娱乐方式进行流量玩转与收割变现，从而实现平台（渠道）的下沉，带来巨大投资机会。低线城市零售一方面要把握实体零售下沉带来的连锁化整合机会，另一方面，要充分挖掘电商下沉市场对后端供应链效率的改造机会。
- **风险提示：**宏观经济下行，消费增速放缓，线上增速放缓，开店不及预期，竞争激烈，需求不及预期等。

- 一、消费升级呈现区域差异、品类线上渗透呈现差异
- 二、高线市场：由“人”推动，实现“货”+“场”升级
- 三、低线市场：“场”与“人”共振，挖掘“货”升级

一、消费升级呈现区域差异、品类线上渗透呈现差异

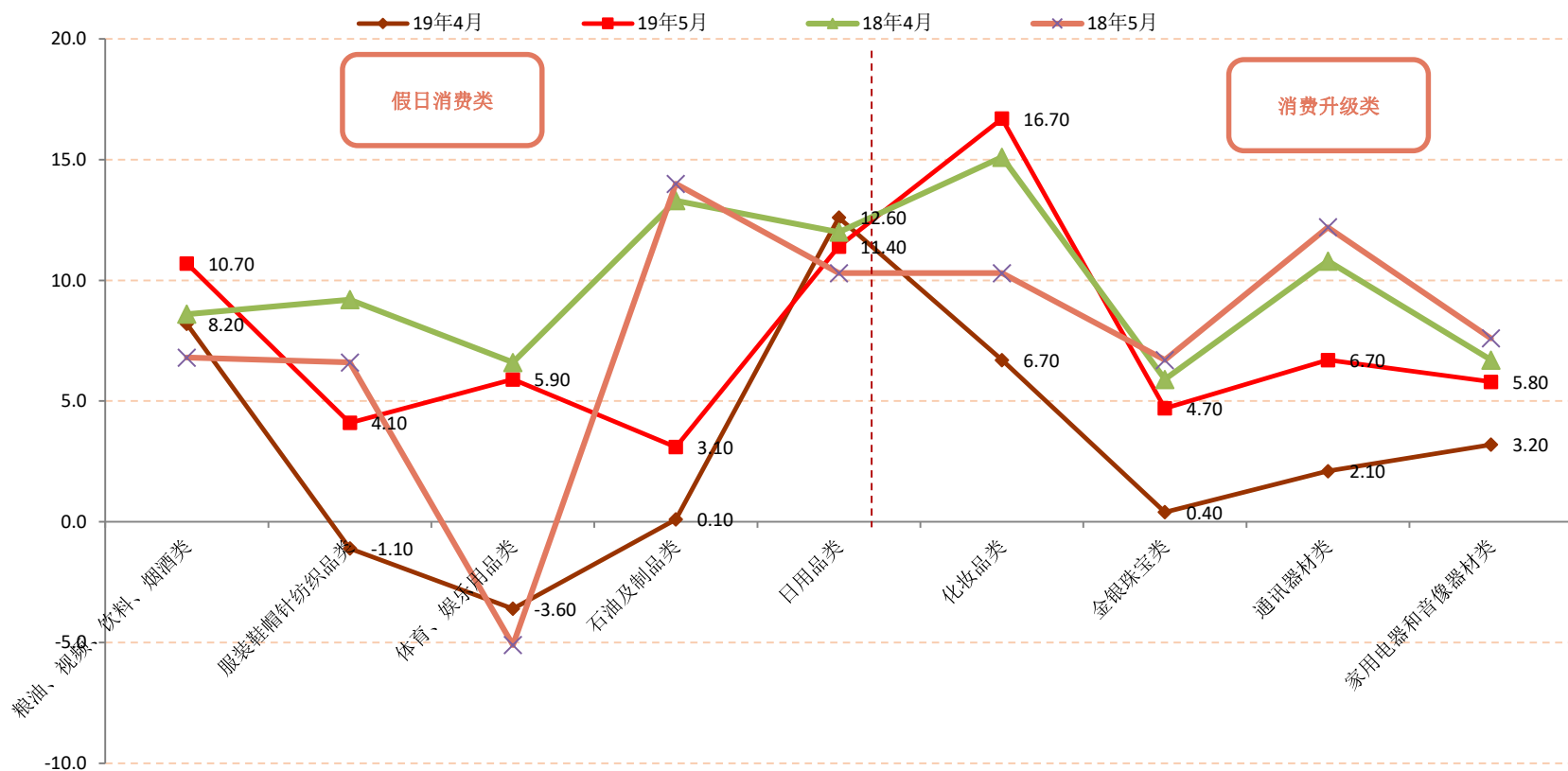
五大因素决定城市消费活力指数



社会总体来看：消费升级大势所趋

- 2019年，社会消费品零售总额同比名义和实际增速均比4月有所加快，消费品市场总体呈现稳中有升态势。消费升级类商品例如化妆品类、金银珠宝类、通讯类和家用电器和音像器材类增速均有一定回升，消费升级大势所趋。

图：2019年4月、5月社会消费品各品类零售总额同比增长（%）



数据来源：国家统计局，招商证券

每日报告

不要错过**让你洞察**整个商业世界的每日报告

每日精选资料给您

不定期分享顶级外文期刊

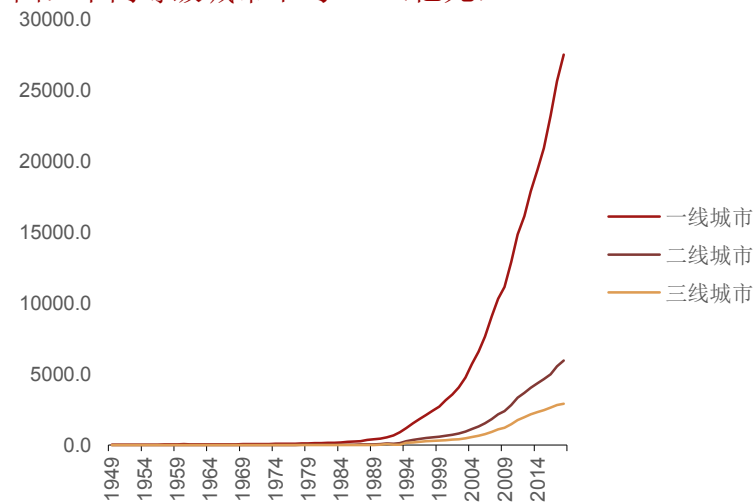
扫码加好友后回复“入群”免费入群



高低线城市GDP两级分化明显

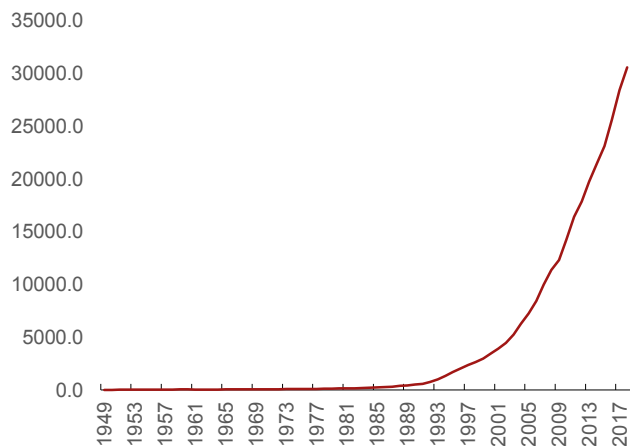
- 低线城市经济发展缓慢，与高线城市差距被逐渐拉大。2010年，一线城市总体GDP是三线8.9倍，到了2018年数字扩大到9.5倍。在人均GDP上，更是由两者对比的3.8倍拉大到5.2倍，经济发展两级分化明显。（注明：一线城市包括北上广深；二线城市样本包括合肥大连等30个城市样本；三线城市包括银川呼和浩特等40个样本城市。）

图：不同等级城市平均GDP（亿元）



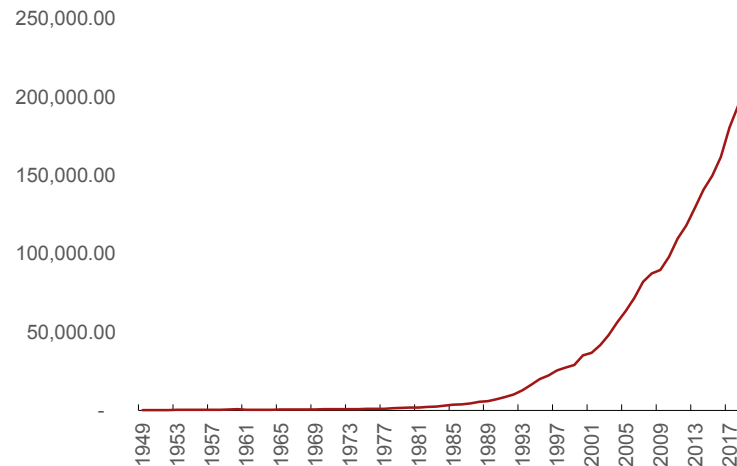
数据来源：国家统计局，招商证券

图：三线城市与一二线城市GDP差值（亿元）



数据来源：国家统计局，招商证券

图：三线城市与一二线城市人均GDP差值（元）

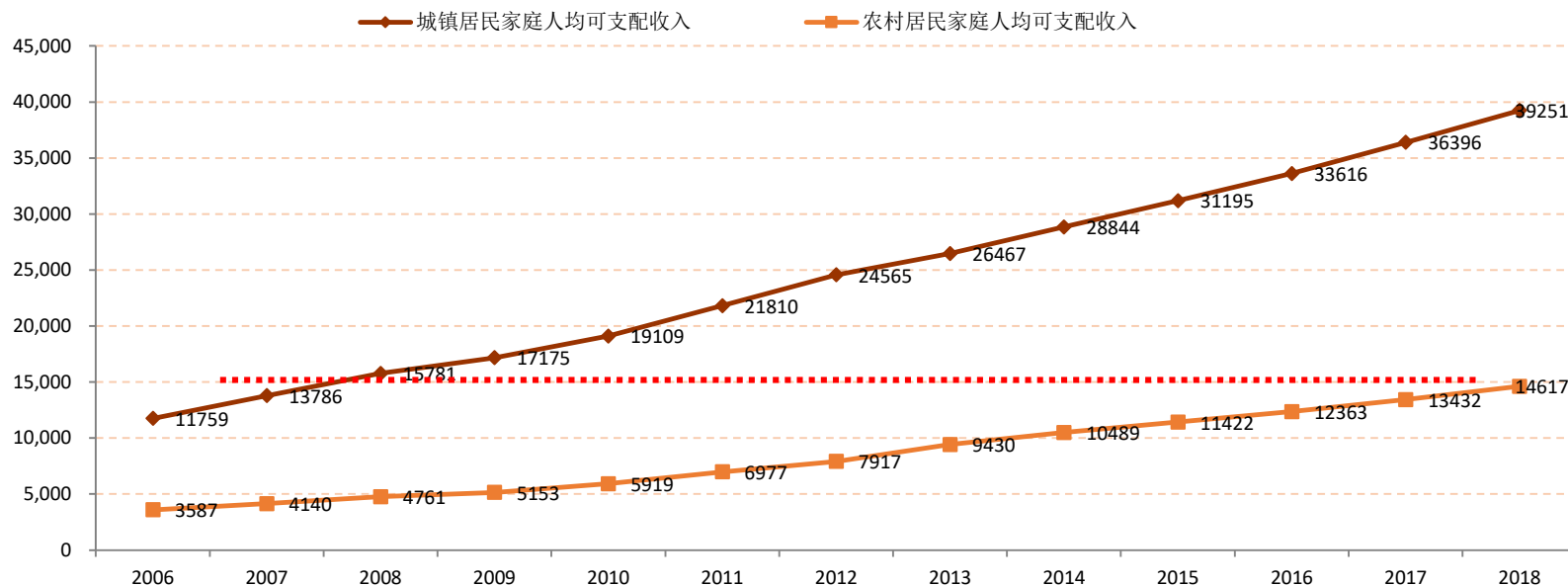


数据来源：国家统计局，招商证券

农村居民收入出于网购爆发期

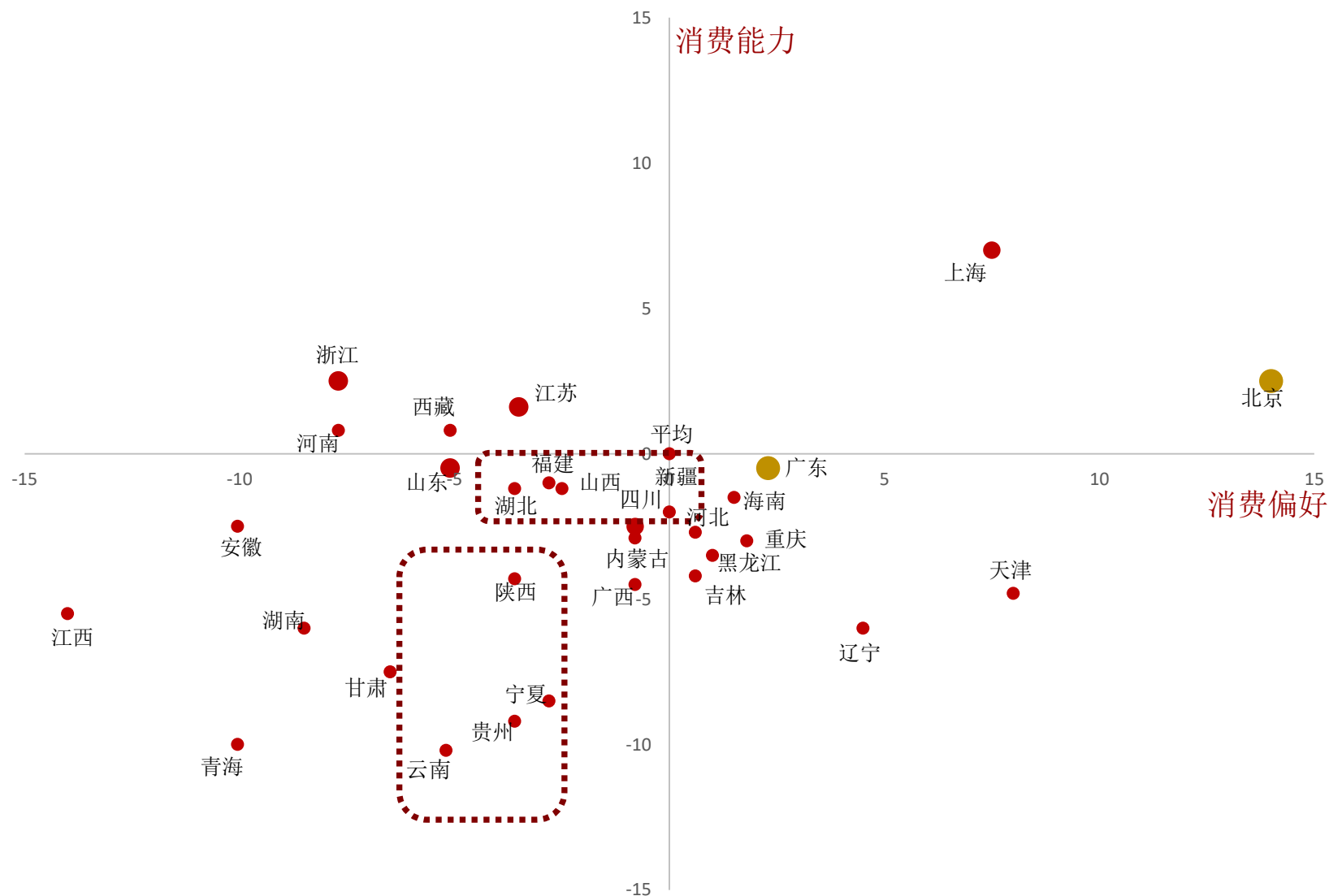
- 农村家庭和城镇人均可支配收入相比滞后约10年，三四线城市的网购需求或迎来爆发期。中国电子商务时代开始于2003年的淘宝成立，电商平台迅速崛起。随着2011年支付宝拿到第一张支付牌照，移动支付的普及带动城镇网络零售进入黄金增长期，2011年网购规模增速实现70%的增长，2010-2016年间网购市场的复合年均增长率约为47.2%。农村家庭可支配收入与城镇相比约滞后十年，站在现在时间点上看三四线城市的网络零售规模或将迎来高速增长阶段。

图：农村家庭和城镇人均收入相比滞后约10年



数据来源：国家统计局，招商证券

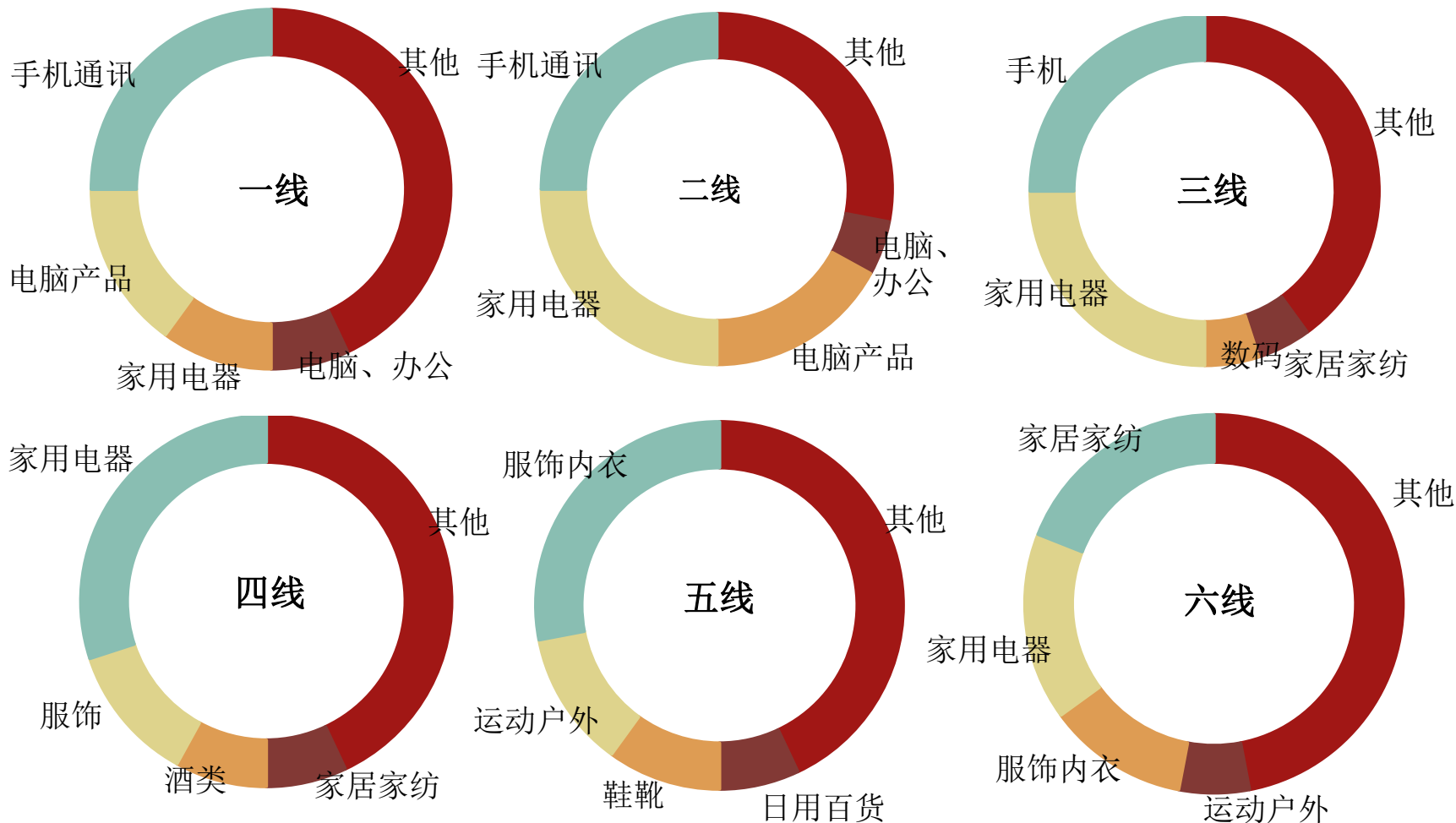
低线城市对电商偏好度与一二线相当



数据来源：京东大数据，招商证券

不同线级城市上行品类规模前五品类占比

- 一二三线城市上行结构类似，且3C、数码家电等集中度高；四五线城市的上行花样更多。从四线开始，鞋靴家纺等占据前列。

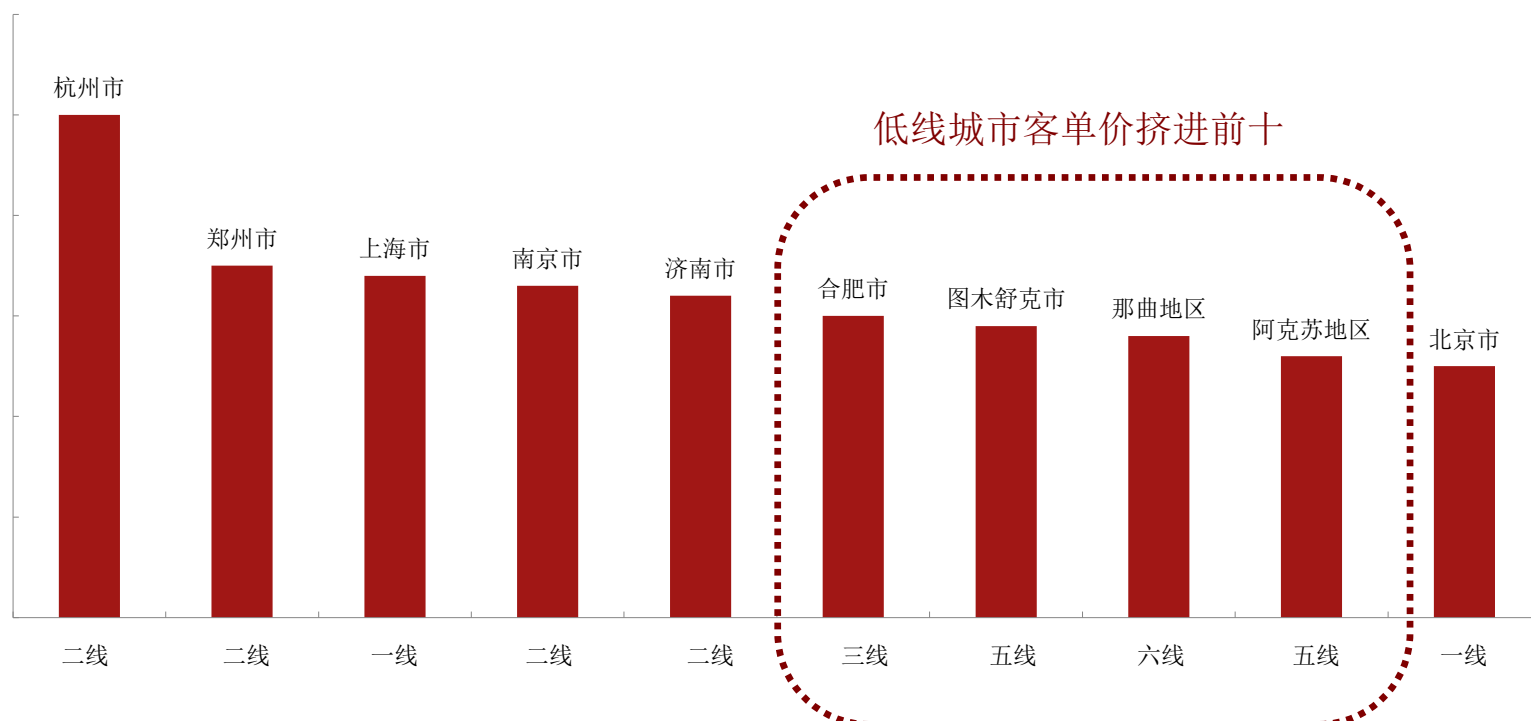


数据来源：京东BD研究院，招商证券

低线城市网购客单价或高于高线城市

- 高低线城市上行品类规模前五品类结构出现差异，低线城市网购客单价或高于高线城市。京东数据显示，在全国城市客单价排名前十的城市中，杭州拔得头筹，每笔订单金额高出排名第十的北京21%。图木舒克市、阿克苏地区和那曲地区也挤进前十排名，这些均来自电商发展相对滞后的地区，居民更多使用电商渠道购买家电、电脑、手机等大额消费品，拉高了其消费客单价。

图：2017年不同城市网购客单价排名

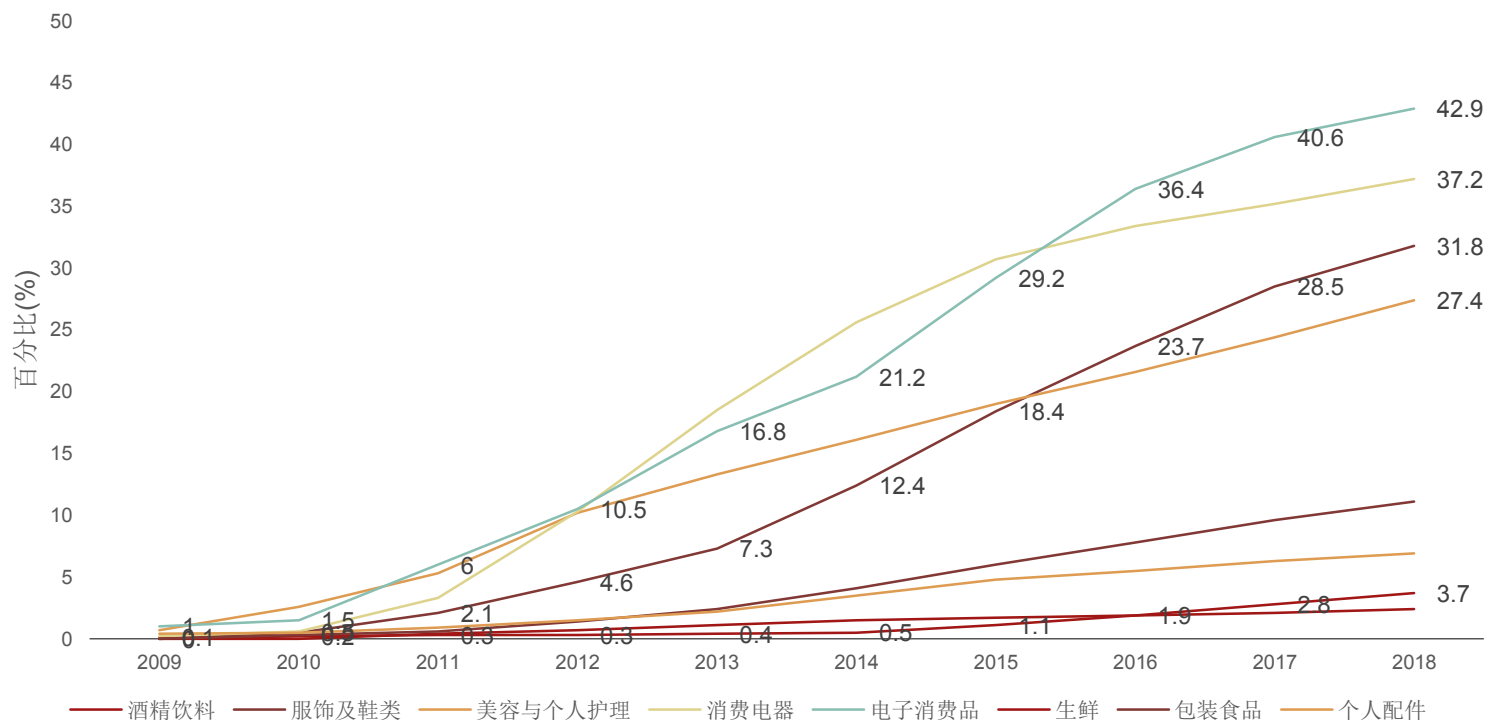


数据来源：京东BD研究院，招商证券

不同品类渗透率出现差异

- 不同细分行业电商渗透率水平不一致，两级分化明显。根据欧睿数据显示，不同细分行业的电商渗透率水平层次不齐，前三类别**电子消费品、消费电器、服饰鞋类**线上渗透率均在30%以上，排名第四的美妆与个护2018年网络渗透率为27.4%。其余品类例如食品、个人配件、生鲜、酒精饮料等均处于10%以下，其中包装食品和生鲜近两年均呈现渗透上行，以生鲜为例，2015年生鲜的线上渗透率仅为1.1%，截止2018年，生鲜线上渗透率达到3.7%。

图：不同细分行业线上渗透率情况（%）



数据来源：欧睿，招商证券

生鲜品类在高低线城市之间分化明显

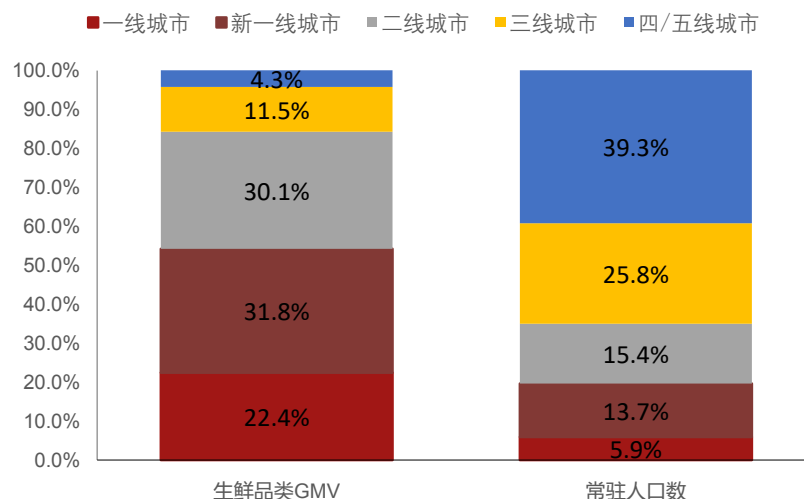
- **2019年**，上海作为新零售最活跃的区域，目前整个生鲜品类布局进步很大，尤其是在静安寺、陆家嘴、新天地这三个区域，生鲜品类的线下门店十分集中。
- **生鲜品类在一二线城市的渗透率和接受率比较高**。生鲜品类在中国的一线二线城市发展非常迅猛。从常住人口看，一线城市占比不到6%，但基于新零售生鲜品类的GMV占比达到22.4%，新一线城市的常住人口占比为13.7%，但生鲜占比高达31.8%。而三四五线的常住人口所占比例为65.1%，但生鲜品类的GMV的占比仅为15.8%。

图：上海用户线上生鲜需求热力分布



数据来源：燃数科技，招商证券

图：超市连锁品牌和新零售渠道在不同类型城市的生鲜GMV占比



数据来源：燃数科技，招商证券

二、高线市场：由“人”推动，“货”+“场”同步升级

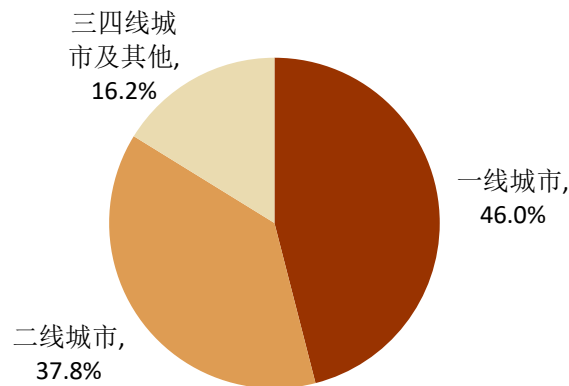
- 2.1 高线城市 “场”与“货”同步升级，消费升级重效率和品质
- 2.2 需求因素大于供给因素，“人”决定“货”和“场”升级
- 2.3 高线分级机会：打造细分领域“产品力”+把握到家“服务力”

即时配送盛行，“场”呈现多样化、便捷化

- 高线城市即时配送盛行，品类从单一的餐饮逐渐延伸至日用品、生鲜水果蔬菜等。根据艾媒咨询数据显示2018年中国即时配送的订单量高度集中在一二线城市，市占率分别达到46.0%和37.8%，高线城市占据高位。
- 同时比达咨询报告显示，相比2017年，2018年配送品类逐渐拓宽，行业走向细分多样化，例如水果生鲜订单份额占比提升至9.6%，新增了药品等细分品类。生活服务日益多样化、便捷化。

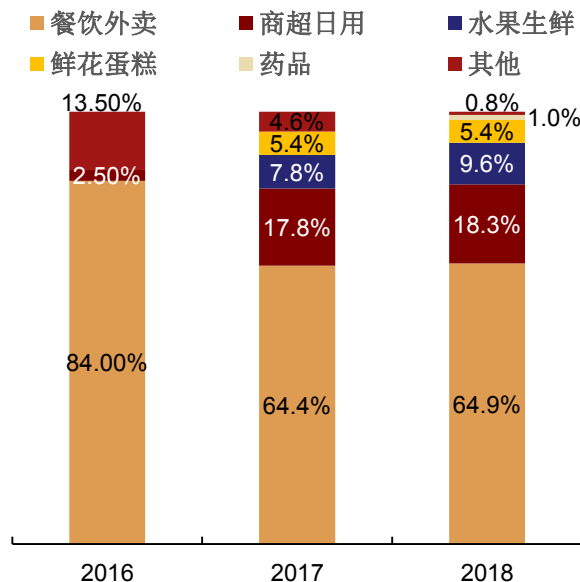


图：2018年中国即时配送市场订单城市分布



数据来源：艾媒咨询、招商证券

图：同城B2C即时配送细分品类订单份额

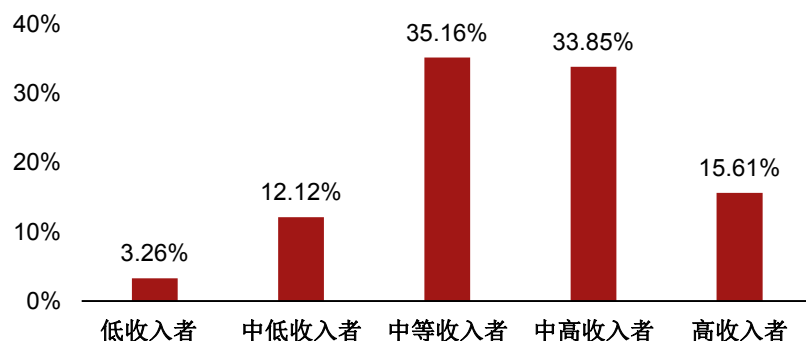


数据来源：比达咨询、招商证券

“货” 向上走——盒马鲜生试水新零售

- **筛选目标群体，达到高客单价。**盒马客群中85%的用户为中等及以上收入者，盒马通过中高端海鲜吸引客户，筛选出价格敏感度低的客户，通过其他货品赚钱实现高客单价。
- **线上线下融合的新零售模式，定位中高端品质消费。**2016年，盒马鲜生率先推出了零售模式，采取门店形式的“零售+餐饮”，生鲜占比大幅高于传统超市，面积在一半左右。定位中高端品质消费，生鲜品类齐全，中高端如波士顿龙虾、帝王蟹等占比高。瞄准社区人群，线上线下同步运营形成一体化完整闭环。

图：盒马客群以中高端为主



数据来源：易观千帆、招商证券

表：盒马鲜生与家乐福商品价格对比

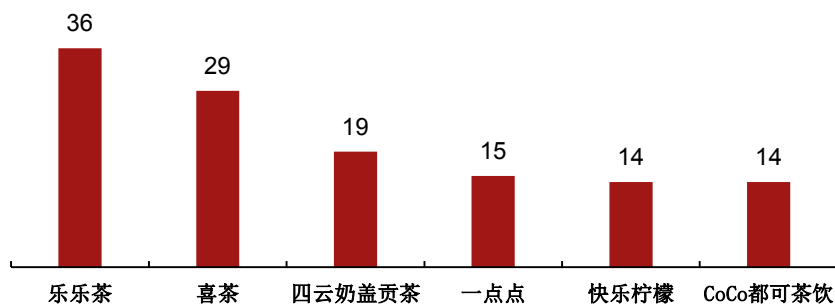
商品	盒马鲜生 单价（元）	家乐福单价 （元）	盒马溢 价率
养乐多5*100ml	6.2	5.5	12.7%
乐事薯片三口味组合	19.8	15.9	24.5%
三得利啤酒六罐装	15.9	16	-0.6%
Rio 鸡尾酒275ml	12.8	13.2	-3.0%
统一冰红茶500ml	2.8	2.4	16.7%
脉动青柠口味600ml	4.5	3.7	21.6%
费列罗16 粒	52.8	53.6	-1.5%
雪碧600ml	3.8	2.9	31.0%
百事可乐330ml	2.5	2.2	13.6%
老干妈风味鸡油辣椒 280g	12.5	11.5	8.7%
日清合味道泡面81g	5.9	4.5	31.1%
爱森五花肉500g	37.8	32.8	15.2%
猪爪500g	33.8	39.8	-15.1%
清风系列纸巾10 包 装	8.5	8	6.3%
张君雅小妹妹100g	8.9	9.3	-4.3%
		平均	9.5%

数据来源：草根调研、招商证券

“货”向上走——喜茶精细考究原料走向体验式消费

- 喜茶一二线城市爆红，快速成长的背后是消费者需求升级的驱动。喜茶现有门店216家，主要分布于广东地区，自2017年起迅速向上海、杭州、北京等一二线城市扩张。从冲泡奶茶到普通现调奶茶再到喜茶，是大众购买力的提升，也是对奶茶诉求的提升。奶茶从简单的需求式消费转变为一种体验式消费。
- 喜茶在原料上精细考究，冲泡坚持使用100℃高温水，每个茶袋只用一次等；乐乐茶主打热量低、低脂肪等健康理念。除口味众多的奶茶，还搭配软包之类的副食，强调品质和消费体验，定价方面也显著高于普通奶茶店。

图：各大奶茶品牌人均消费（元）



数据来源：大众点评、招商证券

表：喜茶门店发展情况

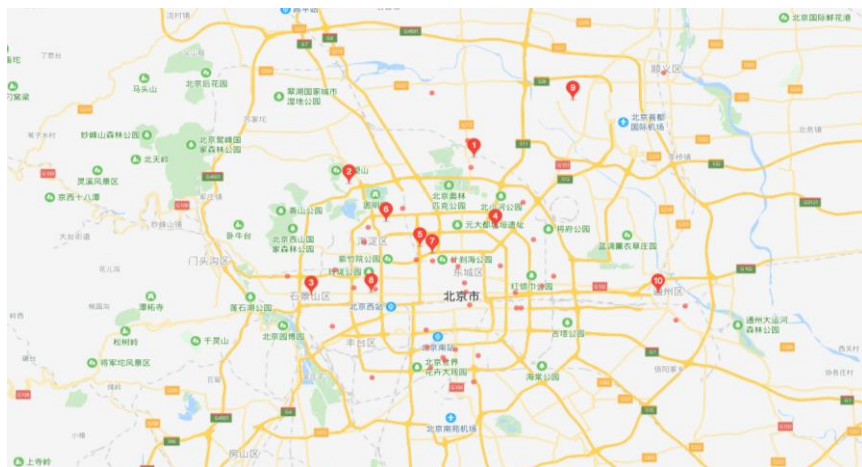
地区	城市/省份	进驻时间	现有门店数
广东地区	深圳	2015	55
	广州	2015	33
	佛山	2014	7
	惠州	2015	4
	中山	2013	3
	江门	2012	3
	东莞	2013	2
	珠海	2018	1
其他地区	上海	2017	32
	北京	2017	17
	江苏	2017	14
	浙江	2018	11
	福建	2017	5
	山东	2018	5
	陕西	2018	4
	四川	2018	4
	重庆	2018	4
	广西	2016	3
	湖北	2018	3
	江西	2019	2
	河北	2018	2
	天津	2018	2

数据来源：公司官网、招商证券

“货”向下走——高性价比名创优品快速扩张

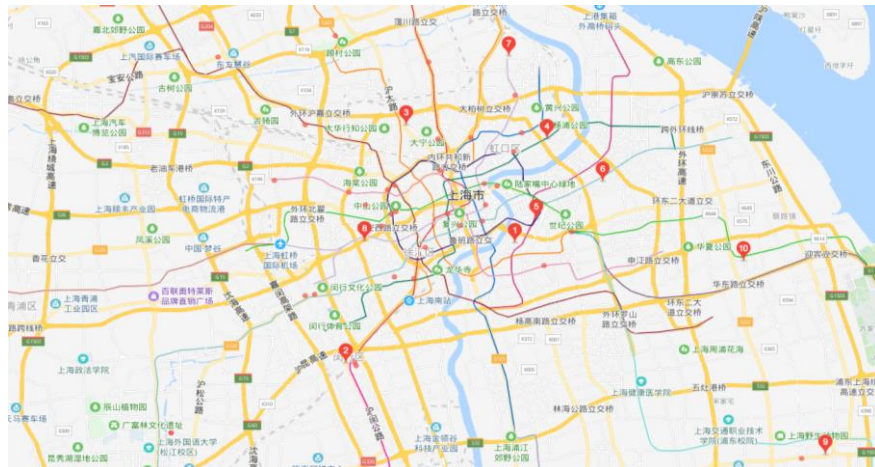
- **主打“优质+低价+高效”。**名创优品2013年入驻中国，模仿优衣库、迪卡侬的产品策略，低价的同时保证商品精美的外观和优良的质量，供应链直接和大牌的头部工厂合作，如香水来自香奈儿的工厂奇华顿，眼线笔来自迪奥的工厂莹特丽等。商品种类有3000多种，单价以10元、20元为主，最高不超过99元。产品流转和更新周期快，只需要21天，每七天上一次新货。
- **占据核心商圈，瞄准年轻学生、白领群体。**名创优品的目标群体主要是18-30岁的白领和学生群体，力图通过极致的设计和极高的性价比解放他们的购物压力，增强购物所产生的幸福感。短短4年就占据了国内核心城市的优质商圈，百度地图显示，在北上广深分别有116、87、85、72家，且大多位于核心商圈。名创优品的快速扩张说明，在消费升级的今天，高性价比产品仍在一线城市备受欢迎。

图：名创优品北京门店分布（红点所示）



资料来源：百度地图、招商证券

图：名创优品上海门店分布（红点所示）



资料来源：百度地图、招商证券

“货”向下走——NOME打造高性价比自有品牌

- **瑞典设计+中国供应链+生活方式品牌，打造高性价比。**NOME采用和无印良品一样的成功模式，针对注重实用的生活态度，精心设计产品，但去掉了无印良品的溢价，再结合中国的成熟供应链压低成本，打造出了物美价廉的家居产品。NOME的客单价在90元左右，比动辄几百上千的无印良品实惠不少，计划9月份开出的“超级十元店”更是以全场单价不超过19.9元为目标。
- **定址商圈、购物中心，保证人流量并树立高档形象。**NOME的门店主要分布在全国TOP150家购物中心，单店200-500平米。目前行业比较好的平均坪效水平在4000元每月，而NOME部分优秀门店可以做到业内优秀水平的两倍左右，达到6000-8000元每月，创造了业界罕见的“双高”——高客单价、高坪效。
- **一二线城市快速扩张，三四线同步布局。**截止到2019年6月3号，NOME全国共开放了555家店，其中一线城市131家，占比23.6%；二线城市242家，占比43.6%；三线及以下城市182家，占比32.8%

图：NOME门店及品牌标志

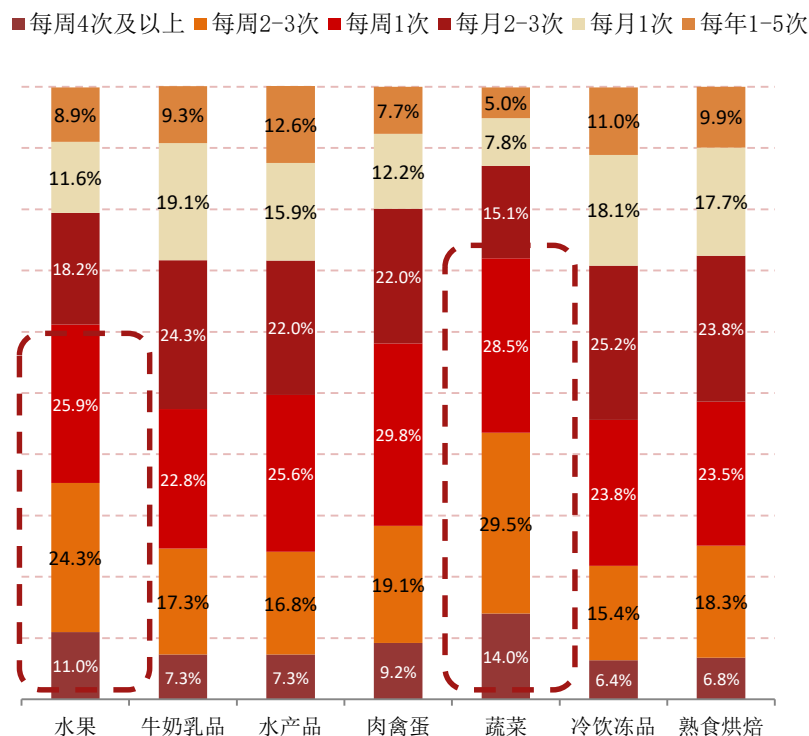


资料来源：公司官网、招商证券

“货”与“场”同步升级——生鲜水果网上购物盛行

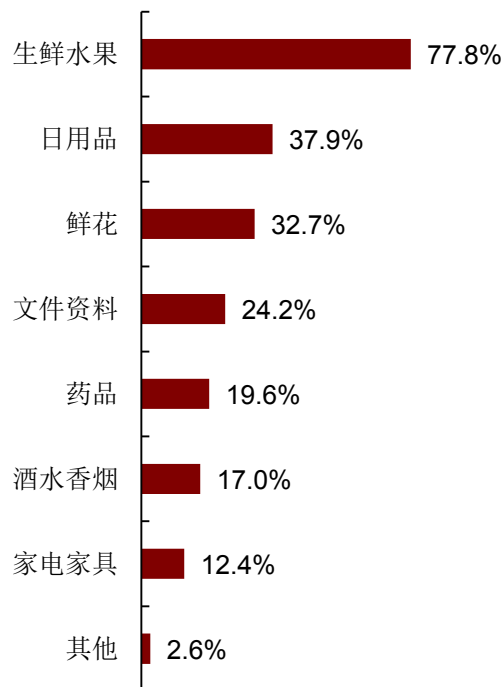
- 水果品类需求高，购买频次仅次于蔬菜，带动生鲜水果类升级。艾瑞咨询报告显示，在各品类生鲜网购中，水果类排名仅次于蔬菜类，61.2%的人每周至少网购一次水果，仅次于蔬菜的87.1%。水果也成中国非餐饮类中即时配送占比最大的品类，占比约达到77.8%。

图：2017年中国生鲜网购用户各品类消费频次



数据来源：艾瑞咨询、招商证券

图：2018年中国即时配送非餐饮类占比（%）

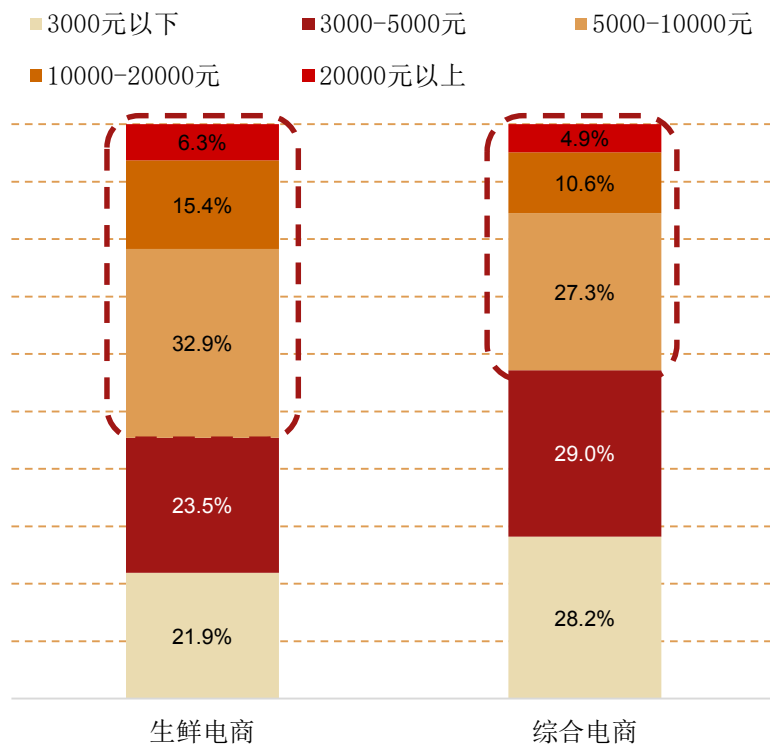


数据来源：艾媒咨询、招商证券

定位中高等收入人群，生鲜电商走品质消费路线

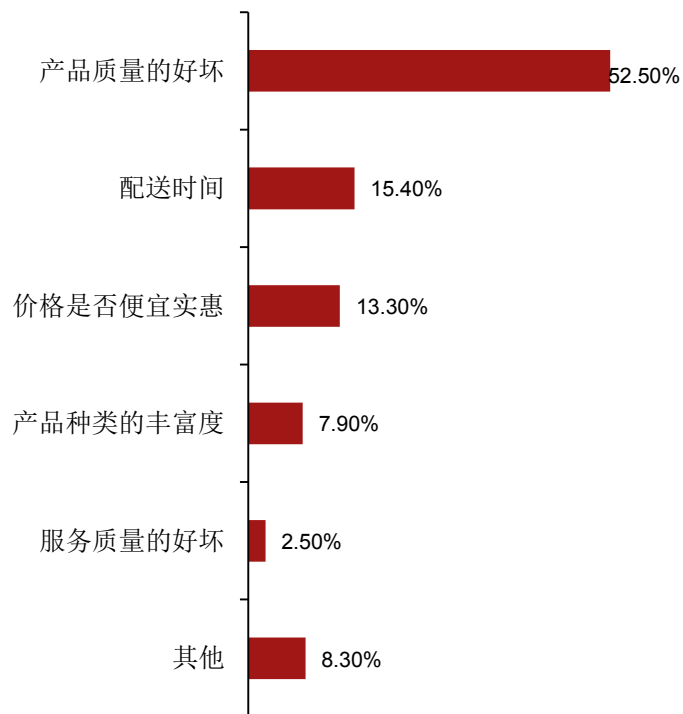
- 品质为消费者考虑的第一要素，目标客户集中在中高等收入人群。与综合电商相比，生鲜电商的用户更集中在中高等收入人群，月收入超过5000元占比54.6%，远高于综合电商的42.8%。其次，质量是消费者线上购买看重的首要因素，对水果的优质需求也催生了优质的高端水果连锁店兴起，例如百果园、鲜丰水果等。

图：2018年中国综合电商与生鲜电商用户收入比例



数据来源：艾媒咨询、招商证券

图：影响消费者线上生鲜采购决策因素

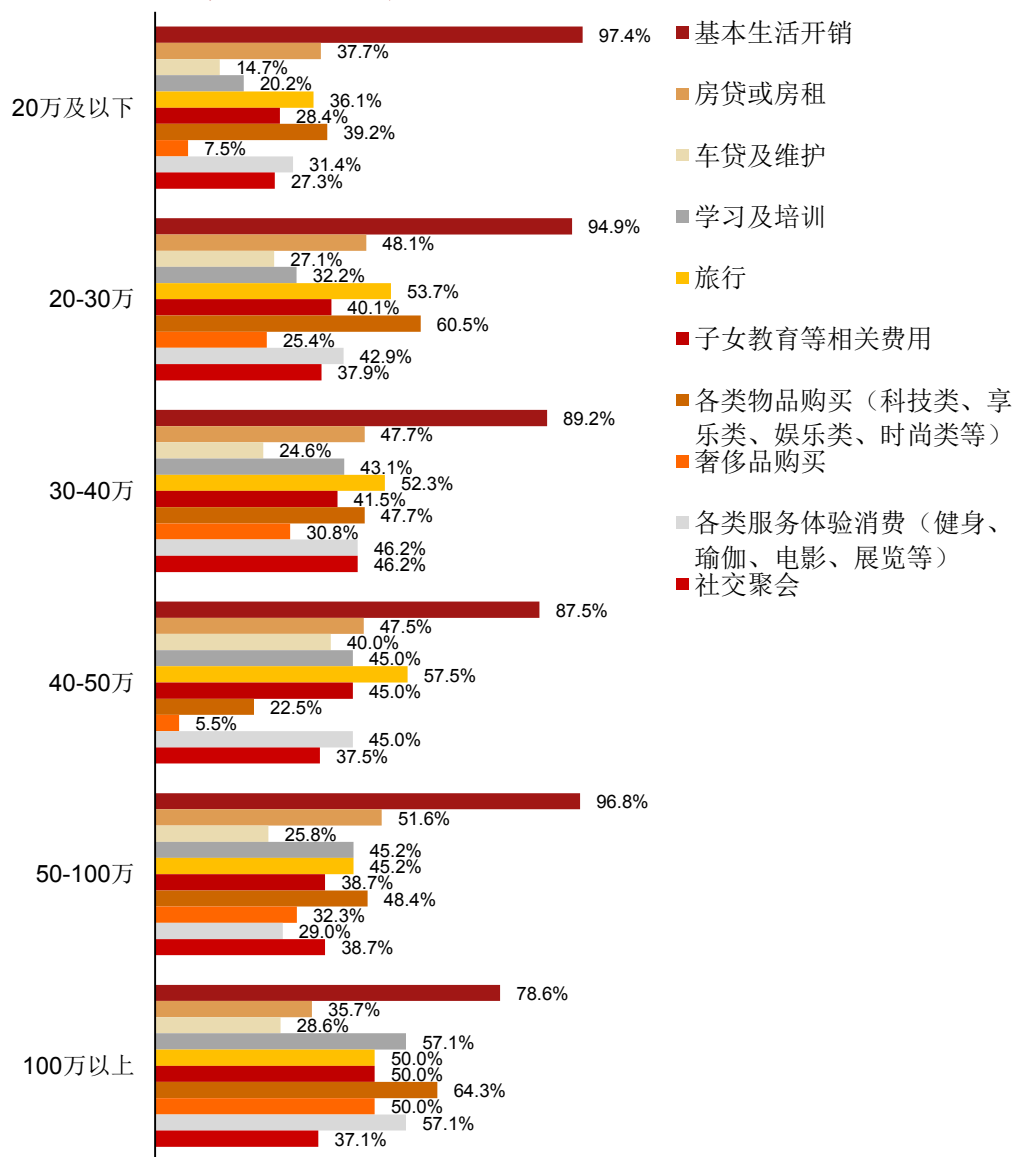


数据来源：易观数据、招商证券

“人”：教育层次实现转换，回归理性消费

➤ 社会文化的改变促使中产阶级开始逐渐放弃虚荣消费，转而回归理性消费。《2018中国新兴中产阶层财富白皮书》指出，新兴中层阶层的消费相对务实，从消费细分类目的累计叠加数据看，基本的生活消费是其主要支出，奢侈品购买占比最低，各类物品购买、旅行以及各类服务体验这些类目的消费在中产阶层的消费中占一定比重。这说明比起为虚无的身份地位消费，新兴中产阶级更愿意保持提升自我以谋求更好的发展机会，注重消费的合理性和高效性，因此小米、名创优品、网易严选这类主打品质保障、价格合理的品牌在一二线城市受到欢迎。

图：各消费水平的新型中产阶级的主要开支比例

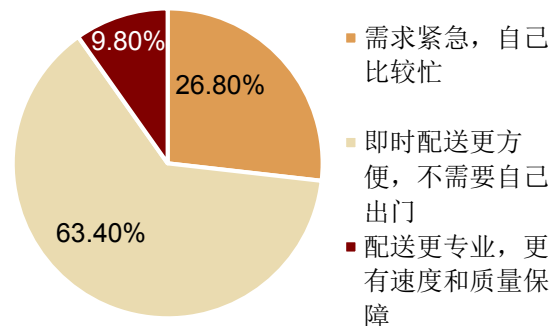


数据来源：福布斯中国、招商证券

“人”：价格敏感度低，为品质、服务和效率买单

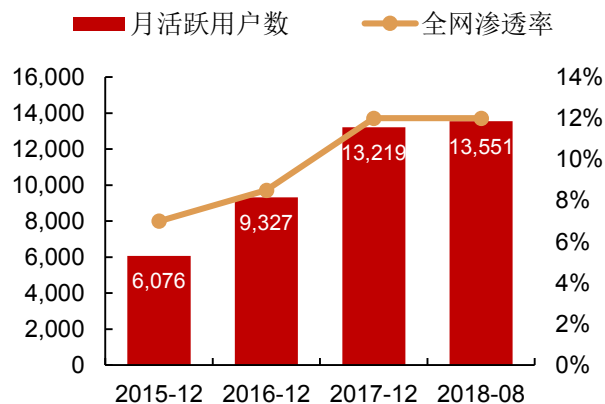
- “懒”人群增加，对即时配送等需求增加，愿意为便捷服务买单。“懒”人群定义为虽不出门，但使用手机享受各种上门服务的人。“懒”人群规模在逐年递增。艾瑞咨询调查显示，“线上购买，送货上门”成为了用户最偏好的购物模式，而2018年中国即时配送用户使用服务的原因中63.4%的回答均处于“懒”，为了享受不用出门的便利和服务。

图：2018年中国即时配送用户使用服务原因调查



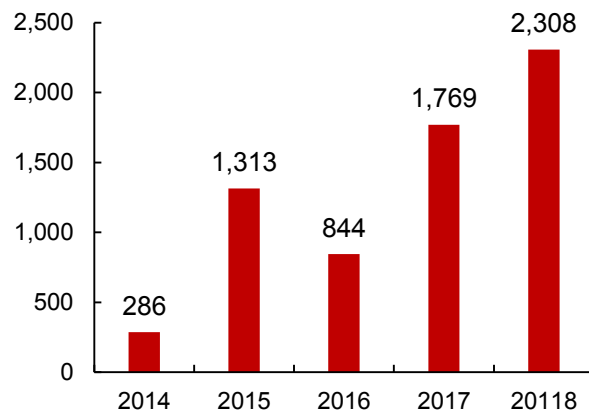
数据来源：艾瑞咨询、招商证券

图：2016-2018年“懒”人群整体用户规模



数据来源：QuestMobile、招商证券

图：2016-2018年“懒”人群中生鲜电商用户规模

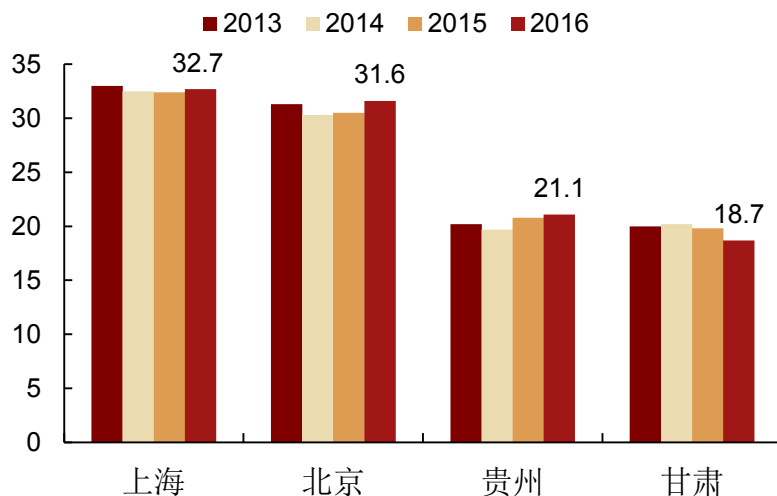


数据来源：QuestMobile、招商证券

“人”：房价挤出效应+中产焦虑降低消费意愿

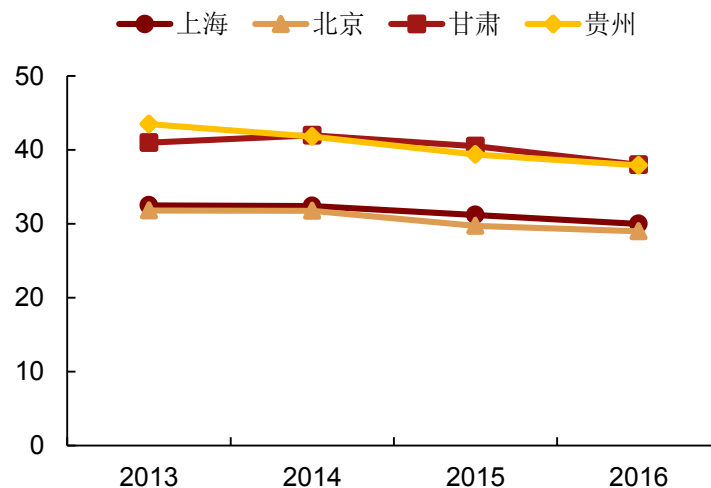
- 越是发达的地区，居民人均消费支出中居住项目的占比越大。2016年上海居民的人均消费支出中，32.7%来自居住支出，这一数字是甘肃的近两倍。高房价的压力下，高线城市居民的基础性消费占比会低于低线城市居民，挤出效应明显。
- 受高生活成本加上经济衰退的影响，高线城市居民比小城市居民更容易产生焦虑。中国社科院发布的《中等收入群体的分布与扩大中等收入群体的战略选择》报告指出，中国大约有6亿人口属于中等收入以上收入家庭，构成了中产阶级这一社会中坚力量。其中核心人士是年轻一代25-40岁的群体，而这个年龄段往往陷入中产焦虑：他们一方面接受新消费主义，另一方面在住房、医疗、养老、子女教育的生活压力下缺乏安全感。为了增强安全感和未来保障，他们热衷于储蓄、投资购房或子女教育，当下消费意愿降低。

图：全体居民人均消费支出中居住项目占比（%）



数据来源：wind、招商证券

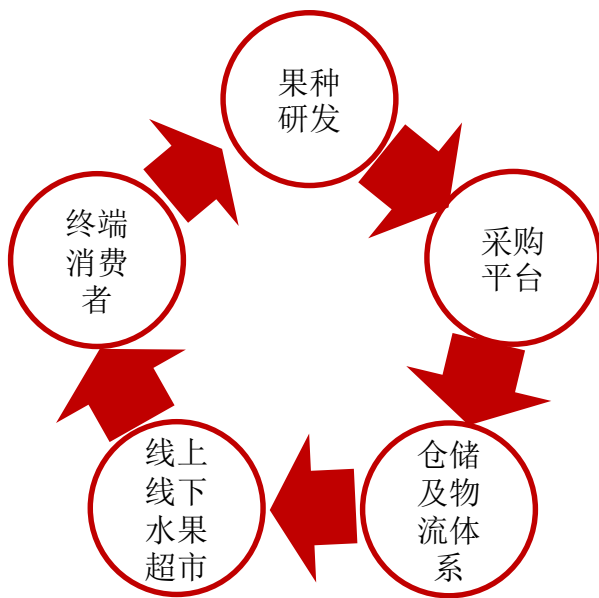
图：全体居民人均消费中食品烟酒和衣着的占比



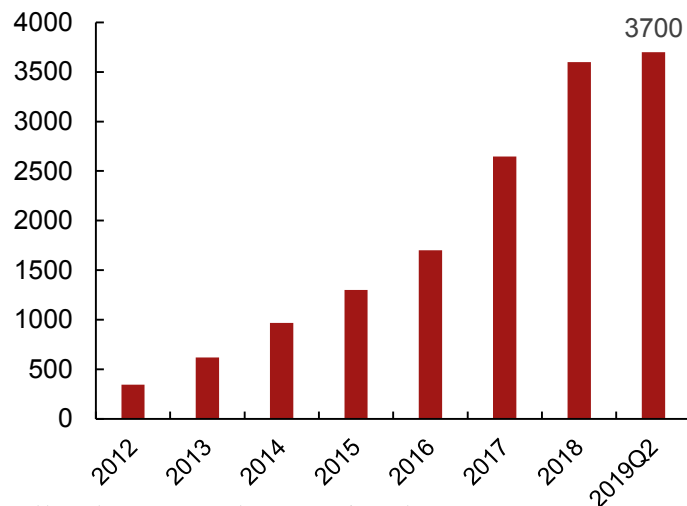
数据来源：极光大数据报告、招商证券

打造“产品力”——百果园控制上游供应链

- **定位高质量水果消费，控股多家上游公司，将产业链上延至果品研发。**百果园瞄准的是30-50岁高端消费人群，通过保障高品质获得溢价能力。通过布局研发、种植、采购，直接和农民合作，从种植过程开始改善产品质量，并采取源头直采模式，杜绝质量参差不齐的现象。
- **建立线上线下一体化模式，提升客户满意度。**以小程序为主要阵地，搭建了自营App+小程序+社群+第三方外卖平台的销售渠道网络，以数字化工具打通了线上线下会员体系，提供多样化的零售服务场景，为客户提供更便利的销售体验，并于2017年7月实现线上销售额破亿，2018年12月实现线上销售额突破20亿。
- **全国范围内快速扩张。**从2012年的344家店发展到2019年4月截止的3700家，并计划在2021-2022年达成开出一万家店的目标。2018年销售额实现33.1%的两位数增长，并以92.3亿销售额位居《2018年中国连锁百强榜》第62位，为水果零售行业唯一上榜企业。



图：百果园门店快速扩张



数据来源：公开资料、招商证券

把握到家“服务力”：平台型到家——深度型vs流量型

- 平台型到家是指平台企业作为第三方，为存量的超市企业和门店提供到家服务。物流体系、配送服务更为完善，服务范围广，受众面积大，SKU可达到1万到2万。主要分为两种：深度型，如淘鲜达、多点，和流量型，如京东到家、饿了么、美团外卖。深度型与龙头深度合作，全链路改造，对质量、坪效更有保障。线上线下改造使得履单成本更低，同时平台对商家的监管更强，质量得到保障，更能精准布局重视质量、消费品质的高线城市。

图：平台式到家对比：深度型vs流量型

平台类型		深度型	流量型
打法	合作商超	地方龙头超市等连锁零售商，原有体系相对健全	零售商有大有小，相对零散，部分小b商家原有体系较薄弱
	合作方式	全链路改造，通过供应链、数字营销、移动支付等展开深度赋能	平台提供配送，较少深度合作
	举例	淘鲜达、多点	京东到家、饿了么、美团外卖
	盈利模式	配送费、APP收银手续费、精准营销广告费	平台收取佣金和配送费
优势		<ul style="list-style-type: none">数字化改造降低履单成本，提高坪效，线上占比较高平台对商家管控强，用户体验好利用电子围栏技术，同一区域一般只有1-2家门店，竞争小线上线下一体化，利于用户相互转化	<ul style="list-style-type: none">接入的线下商超品牌多，可以满足消费者多样化的购物需求平台模式较轻，推广速度快（头部综合平台已与上百个品牌完成对接）原有平台流量优势；同城配送能力强
劣势		<ul style="list-style-type: none">对双方信任度和业务整合要求高，改造周期长，难以快速布局（目前淘鲜达、多点接入的商家品牌少于30个）	<ul style="list-style-type: none">同一区域往往数十家门店，门店间竞争激烈，单店单量小对单店而言，订单密度低，履单效率低、成本高，线上占比低（小于5%）对商家的管控弱，用户体验难以保障

资料来源：招商证券

高线城市消费分级总结

- **高线城市：** 由“人”推动，实现“货”+“场”升级。
- **现象：** 高线城市在消费“场”景升级（即时配送兴起）便捷消费更进一步；在“货”升级方面呈现向上向下两步走，更多是“货”与“场”同步升级。
- **原因：** 居民教育水平日益走高，但迫于房价挤出效应，对时间较为敏感，消费升级以追求高效带来的产品溢价或追求高性价比为主。不同品类品质追求呈现分级，食物品类优先百货品类体现出健康消费、理性消费理念。
- **机会：** 打造细分领域“产品力”+把握到家“服务力”。

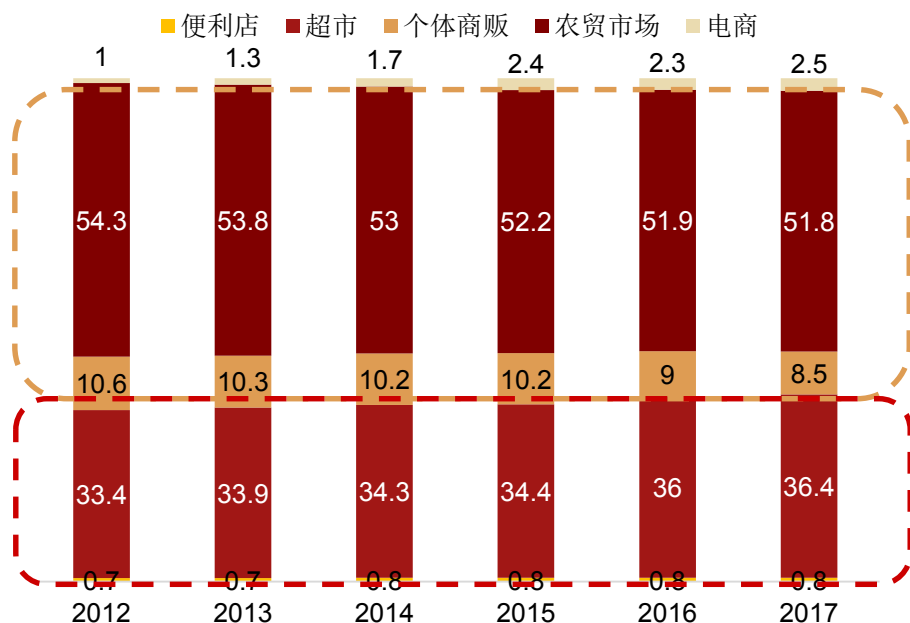
三、低线市场：“场”与“人”共振，挖掘“货”升级

- 3.1 低线城市“场”升级——线下零售渗透，线上电商下沉
- 3.2 低线城市消费升级主要原因在于“场”+“人”共振
- 3.3 消费分级投资机会——零售业态下沉连锁机会+挖掘“货”升级

“场”升级：线下超市、实体百货下沉

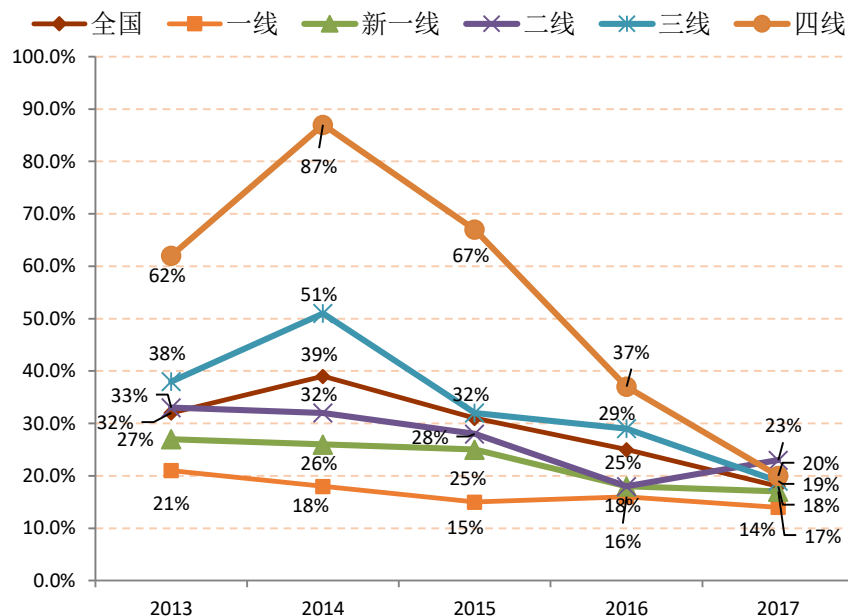
- **低线市场居民买菜由菜市场转到超市、大卖场。**超市以更低价的菜品和整洁的环境与菜市场争夺客户群。多种业态对传统菜市场形成包抄围攻，菜市场除了新鲜程度优势以外，“离家近”的优势也愈加不明显，客流减少是趋势。
- **实体百货下沉，向购物中心靠拢，带动消费场景升级。**2013年到2017年，实体百货下沉，三线及四线城市购物中心和百货市场增速均远高于高线城市。百货市场向购物中心靠拢，将超脱于传统零售的购物、饮食、娱乐等一站式休闲消费体验带入低线城市，带动消费场景的升级。

图：2012-2017年中国生鲜终端零售渠道占比（%）



数据来源：尼尔森、招商证券

图：2013-2017年中国各等级城市购物中心和百货市场增量/存量占比

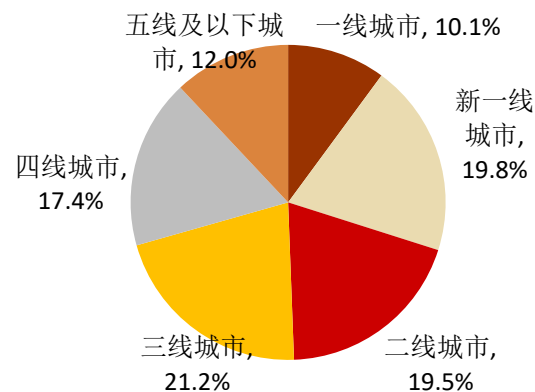


数据来源：艾瑞咨询、招商证券

“场”升级——线上电商例如拼多多等下沉

- **拼多多的成功下沉带动了低线城市居民消费渠道的进一步现代化。**根据艾瑞咨询的数据，拼多多**65%**的用户来自三线及以下城市，而京东的用户一半来自低线城市。随着互联网的普及，拼多多通过低价策略吸引低线城市的低收入人群。截止到**2018年**，电商用户中低线城市居民占比已经超过高线城市居民，低线城市居民开启了网购的现代化消费方式。

图：2018年电商用户不同城市等级分布



数据来源：极光大数据、招商证券

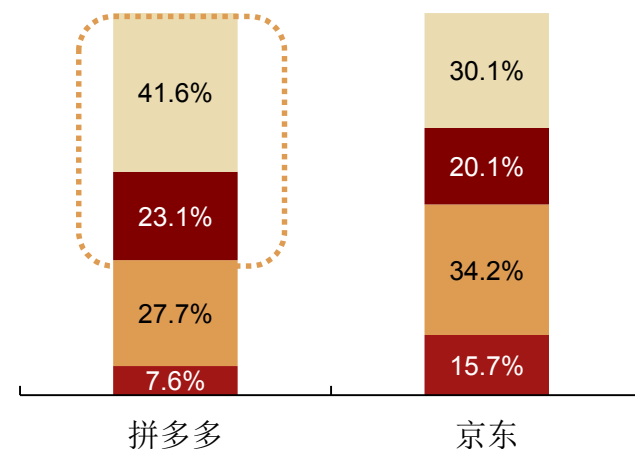
表：拼多多平台部分水果和视频的团购价、单买价、市场价详情

产品名称及规格	团购价 (元)	单买价 (元)	市场价 (元)	最高折价 率
陕西高院红富士新鲜苹果8 斤	17.9	21.9	68	26.3%
越南进口高乐蜜芒果5 斤（单果200-450g）	29.9	30.9	59	50.7%
陕西周至绿心猕猴桃5 斤装（单果100-200g）	18.9	20.9	108	17.5%
四川眉山脐橙8 斤（果径65-75mm）	21.9	29.9	78	28.1%
蒙牛纯甄酸奶200g*12 盒	39.9	59.9	60	66.5%
安慕希酸奶205g*12 盒	46.4	55.9	68	68.2%

数据来源：拼多多小程序、招商证券

图：拼多多和京东用户分布对比

■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线城市 ■ 四线及以下

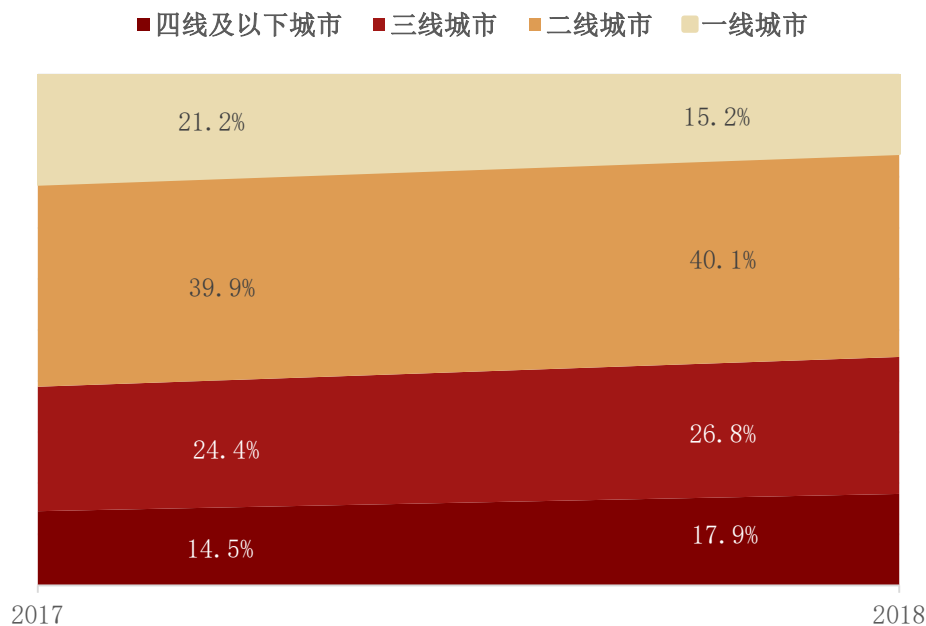


数据来源：极光大数据iAPP检测平台、招商证券

“场”升级——线上外卖、娱乐app等下沉

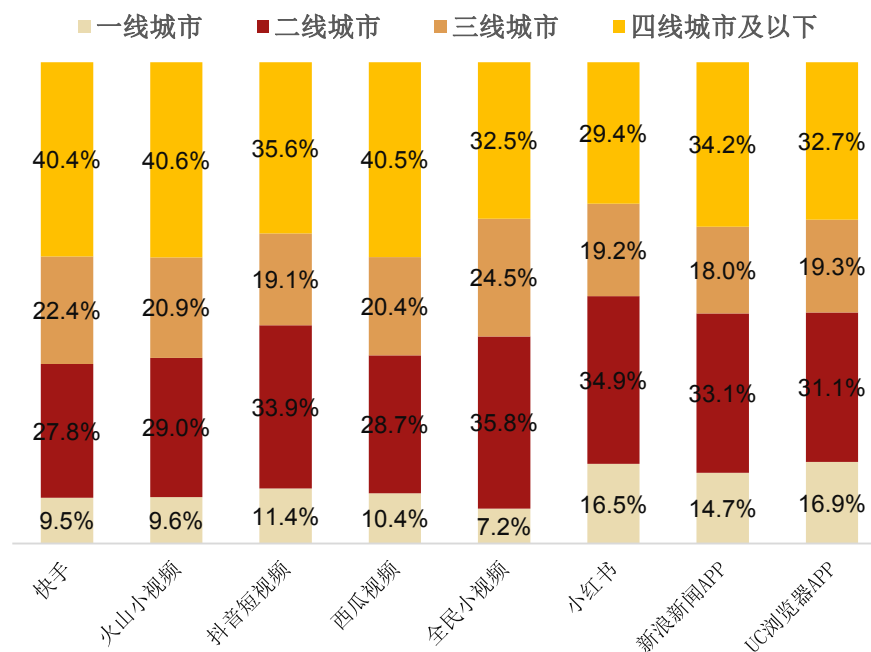
- 一二线城市外卖市场竞争白热化，用户结构下沉，三四线城市成增长新动力。据艾瑞咨询披露，中国在线外卖用户城市分布正慢慢下沉，2018年较2017年，一线城市用户占比下降6%，三四线及以下城市增加5.8%，外卖市场下沉成为增长的新驱动力。
- 短视频、直播APP下沉趋势明显，带动消费场景数字化、娱乐时间细碎化。低线城市居民消费分级体现在一定程度上降低效率、体验、品牌等，比起一二线城市居民追求高效率，低线城市居民的碎片化时间更多。泛娱乐类应用的下沉为低线居民打开了新的现代化消费模式。

图：2017-2018中国在线外卖用户城市分布对比



数据来源：艾媒咨询、招商证券

图：热门APP用户地域分布

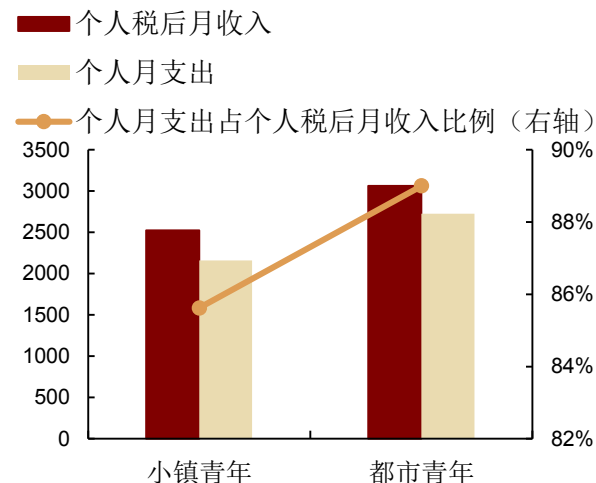


数据来源：QuestMobile、招商证券

“人”：区域收入差距仍然严重，小镇青年“不敢花钱”

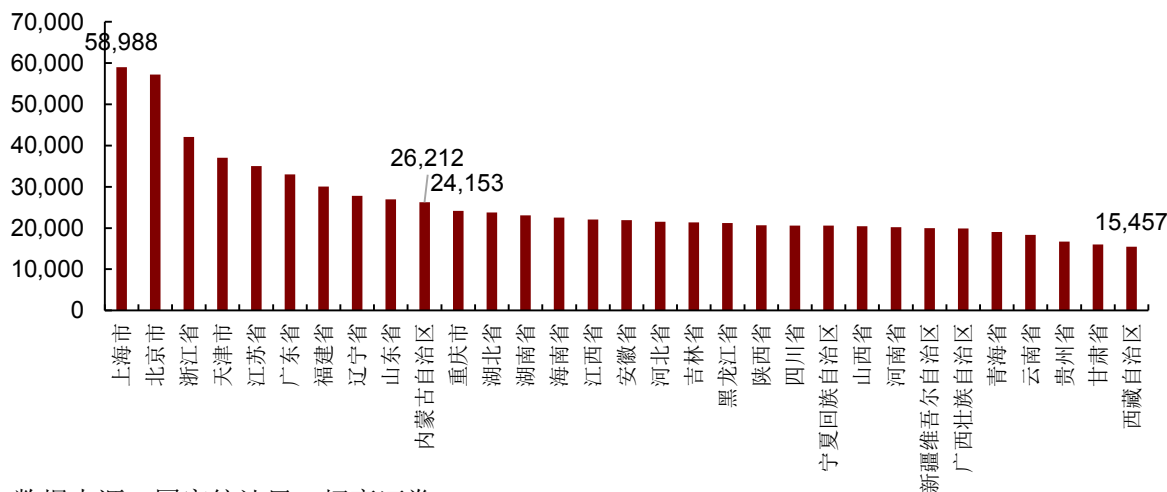
- 低收入者仍大量存在，对价格往往较为敏感。根据国家统计局最新公布的数据，2017年上海市居民人均可支配收入高达58988元，北京以57230元紧随其后，而排在最后的西藏居民人均可支配收入仅为15457元，不到上海的1/3。此外，有21个省份的居民人均可支配收入低于25000元。
- 从总支出占收入比例和借贷意愿看，小镇青年消费更节俭。按个人月支出占个人税后月收入比例来看，小镇青年为85.6%，低于都市青年的89%。从借贷超前消费上来看，小镇青年的贷款使用比例更低，总体来看小镇青年更不敢花钱。

图：个人税后月收入、个人月支出及其占比



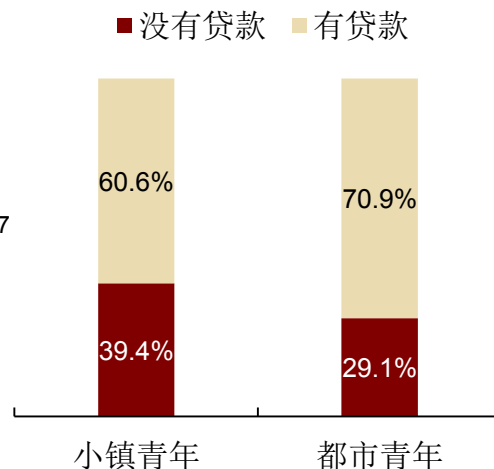
数据来源：国家统计局、招商证券

图：全国31个省及直辖市居民人均可支配收入（元）



数据来源：国家统计局、招商证券

图：使用贷款人数占比

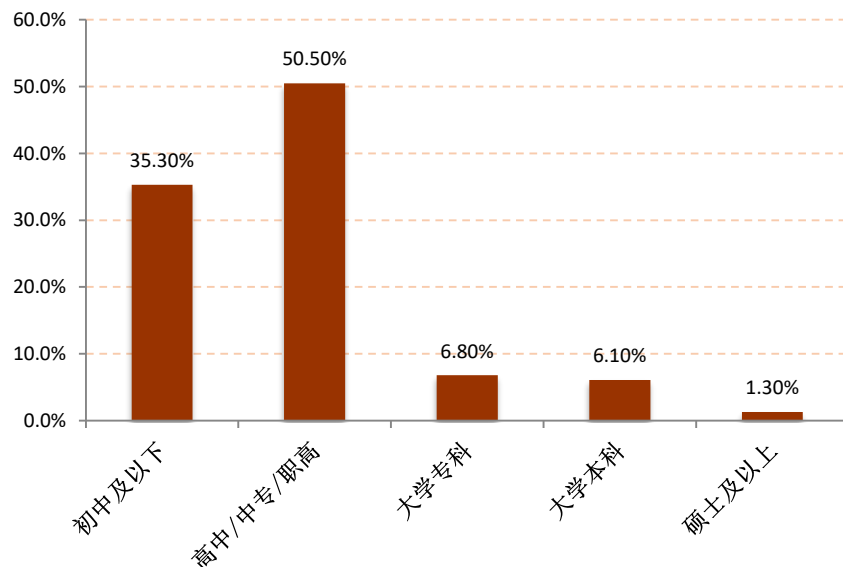


数据来源：极光大数据、招商证券

“人”：低线城市居民时间更充裕、更细碎

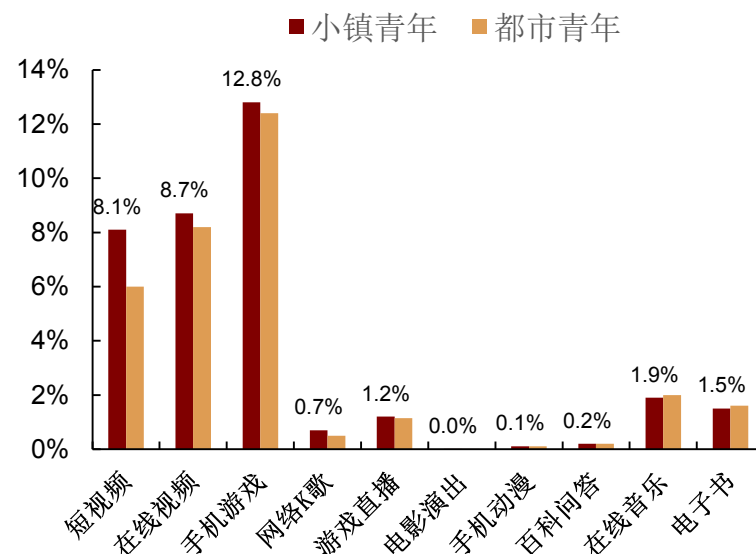
- 低线居民时间较为充裕，比起追求高效率高溢价的东西，更愿意网购、去大卖场追求低价消费，打发细碎时间。低线居民时间则较为充裕，极光大数据报告公布的不同城市等级手游用户APP偏好显示，一二线城市手游用户偏好效率类APP，而三线及以下城市手游用户偏好游戏、娱乐类。低线居民想要消磨时间，因此更愿意通过网购、大卖场等渠道花时间寻求低价，也更愿意在短视频等细碎化娱乐的应用上消磨时间。
- 由于低线城市网民受教育程度普遍较低，与高线城市居民相比，视频、语音类APP比文字、资讯类更受欢迎。

图：三四线城市手机网民学历



数据来源：公开资料、招商证券

图：泛娱乐行业细分行业月人均用时长在全网占比

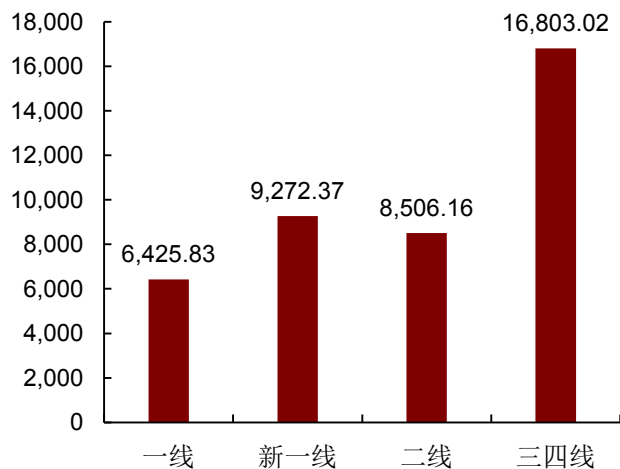


数据来源：QuestMobile、招商证券

“人”：基数大叠加人口回流，低线城市有流量红利

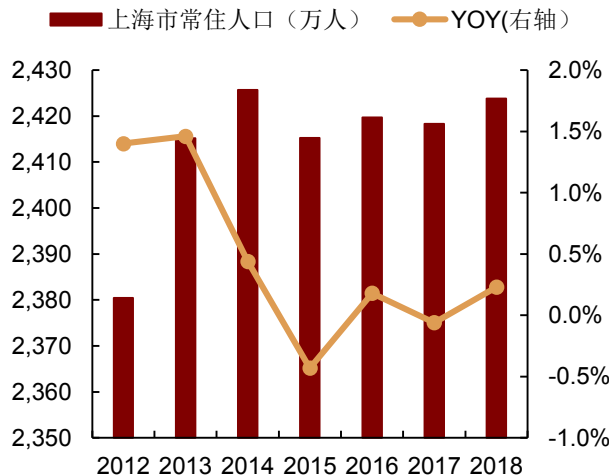
- **低线城市人口基数大。**2016年三四线城市城区人口为1.68亿人，超过了一线和新一线城市城区人口总和，是二线城市城区人口数的近两倍。考虑到还有129个五线城市，以及低线城市的城区人口占比更低，总人口数方面三线及以下城市将远远高于一二线城市。
- **一二线高生活成本推动人口回流。**2017 年年末上海市常住人口为2418 万人，较上一年同比减少0.1%，这是继2015 年后上海第二次出现人口负增长。北上等一线城市的高房价和高生活成本迫使外来人口逃离，近几年北上两地的外来常住人口逐年减少。

图：2016年各线城市城区人口（万人）



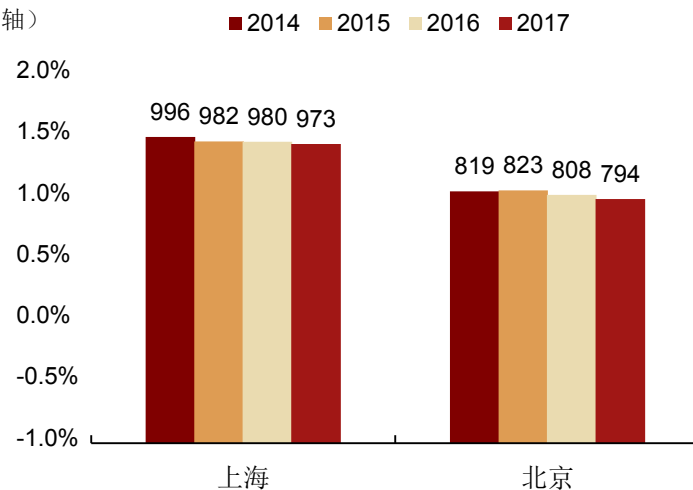
数据来源：国家统计局、招商证券

图：上海常住人口变化



数据来源：上海统计局、招商证券

图：北上外来常住人口（万人）

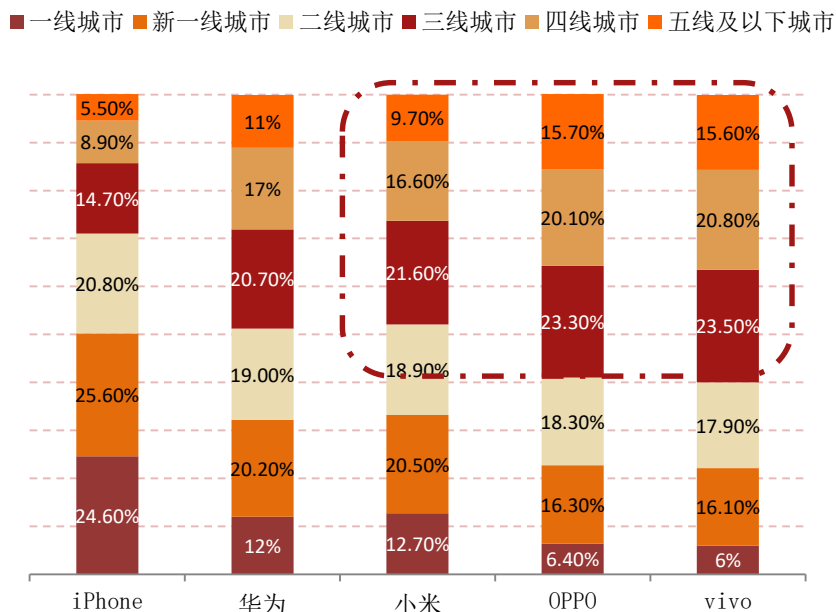


数据来源：上海统计局、北京统计局、招商证券

“场”：互联网渗透助力低线城市居民追求低价

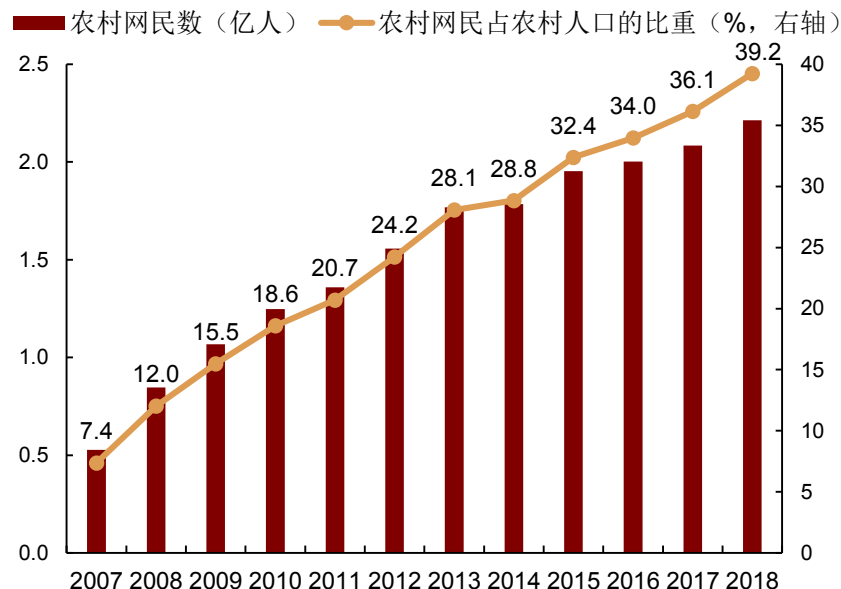
- 智能手机下沉至三四线城市，打通互联网下沉渠道，带动新一波流量红利。近年来vivo、OPPO、小米为代表的智能手机下沉至低线城市，打通互联网下沉渠道，低线城市互联网渗透提高。2017年我国农村网民达2.09亿人，占农村人口的比重也从2007年的7.4%逐年提升至2017年的36.1%，低线城市用户触及网络为拼多多等主打低价的电商平台以及下沉类APP带来渠道和流量。

图：2019年Q1各主流手机品牌城市等级分布



数据来源：极光大数据、招商证券

图：农村网民数及占农村人口的比重

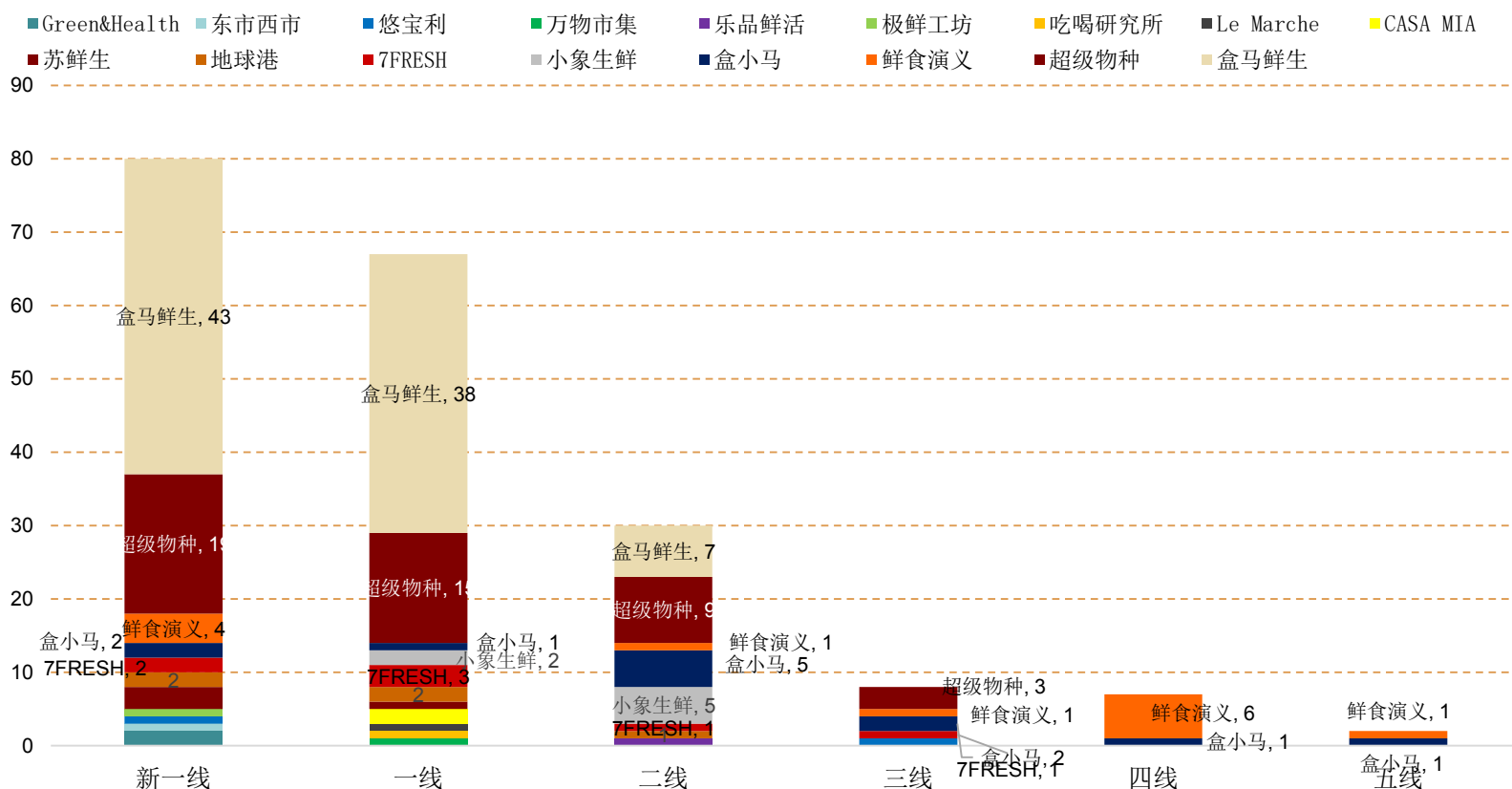


数据来源：国家统计局、招商证券

“场”：低线城市渠道少，竞争阻力小

- 低线市场渠道少、设施等较不完善，市场空缺，竞争阻力小。低线市场市场空缺，道路设施、物流系统不完善等形成发展阻力。拼多多类电商缺少竞争压力，得以迅速扩张发展。同时，电商的下沉使低线市场跨过了实体零售品类的增长，直接过渡到多品类、现代化的网上购物。低线城市实体零售供给仍不完善，市场空缺待填补。

图：17个“超市+餐饮”品牌开店城市等级分布

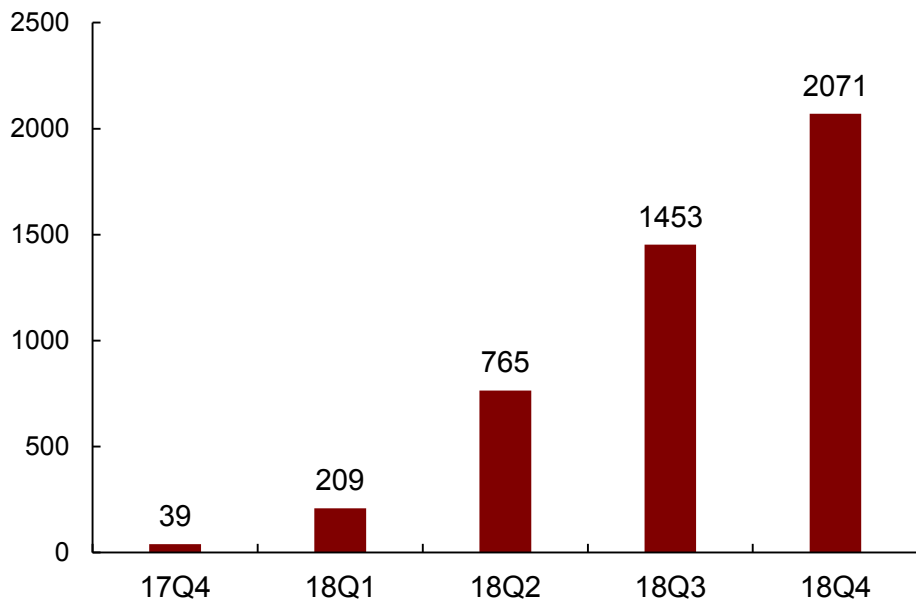


数据来源：公开资料、招商证券

零售的连锁化机会：苏宁零售云扶持低线零售店

- **苏宁零售云下沉低线城市，扶持传统零售店。**据阿里零售通管理层，线下夫妻老婆店大约有600万家，城市与农村各一半，总共占据了快消品流通领域50%以上的市场份额。零售云商业模式为县镇加盟店，门店规格150-500平方米，核心品类为手机、家电等。通过五大优势赋能，帮扶传统零售店转型，即海量SKU扩充、零售运营赋能、仓配装共享、品牌和营销资源共享、数字化工具共享。零售云对苏宁生态的价值包括渠道下沉、品牌渗透、流量互补、GMV贡献、物流金融增值等，升级周边300米居民的即时性消费渠道和需求。加盟店发展迅猛，2018年从39家增长至2071家，增长超50倍。

图：零售云加盟店门店数



数据来源：公司公告、招商证券

零售的连锁化机会：永辉mini店下沉社区

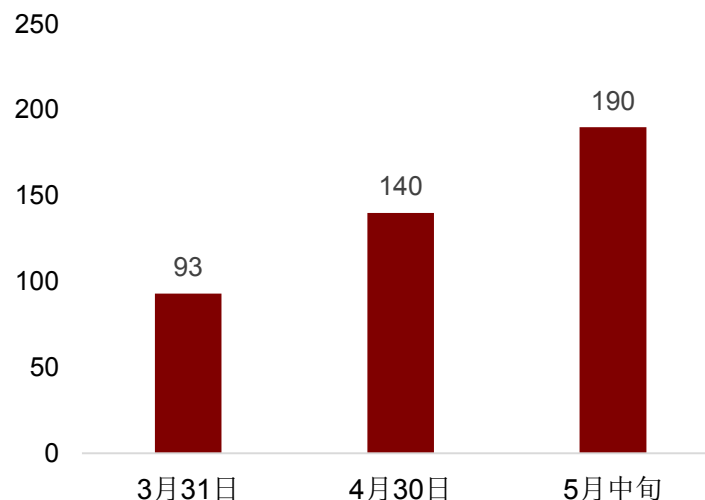
- **永辉mini店下沉社区，探索多元化的店铺形态。**永辉往期在店铺业态上以小店为主，模式略显单一、扩张潜力不足。2018年底，永辉提出试点mini店，面积约为500-1000平方米，布址在社区周边，加入社区生鲜赛道，计划在2019年开出100家mini店，加深店铺形态多元化探索。截止5月中旬，mini店签店400多家，已经开业191家，10%的店实现盈利。

图：永辉新型态门店图



资料来源：草根调研、招商证券

图：永辉2019年mini门店数

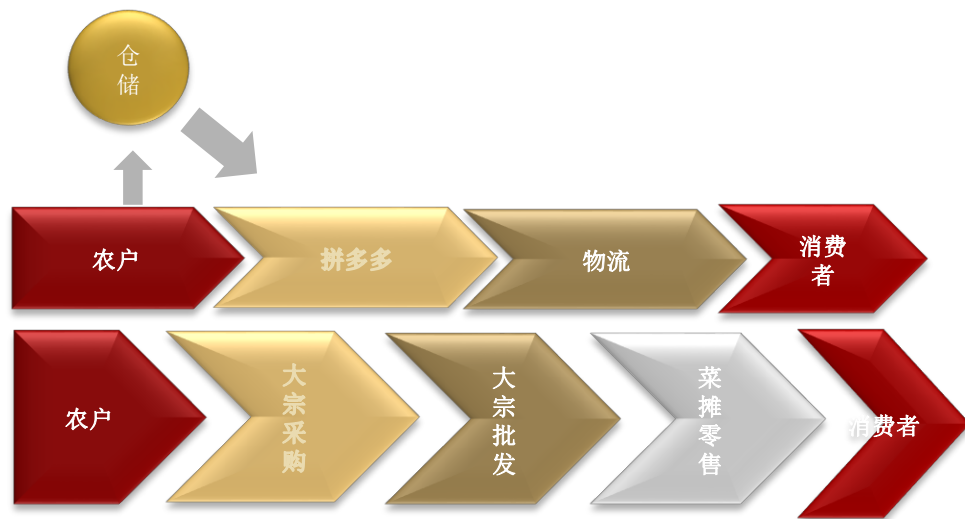


数据来源：公司年报、招商证券

供应链整合1：拼多多农货上行

- **拼多多促进农货上行，大力进军农货市场，创造了精简有效的供应模式。**供应模式的精简有效在于拼多多针对农货物流运用“农货中央处理系统”+“轻仓储”模式。“农货中央处理系统”：拼多多通过预售、拼团等收集订单需求，在已知需求数量下收购大批农货然后产地直发，降低农产品滞销带来的损耗。“轻仓储”模式：仓储功能以农产品分拣、打包、装箱出库为主，仓储地点离农户点非常接近，力图减少农货在仓库的停留时间。这种模式节省了传统模式下农产品由原产地途经大宗采购、大宗批发、菜摊零售直到消费者的各个环节的流通成本，降低售价同时保住农民的利润。
- **开辟出农货的增量市场。**去年农货上行共有600亿，占整个GMV比重约为13%，预计未来占比仍有望进一步提高。

图：农货中央处理系统 +轻仓储模式与传统模式对比



资料来源：《拼多多2018扶贫助农日报》，招商证券

表：拼多多对接农产地的农产品销售状况今昔对比

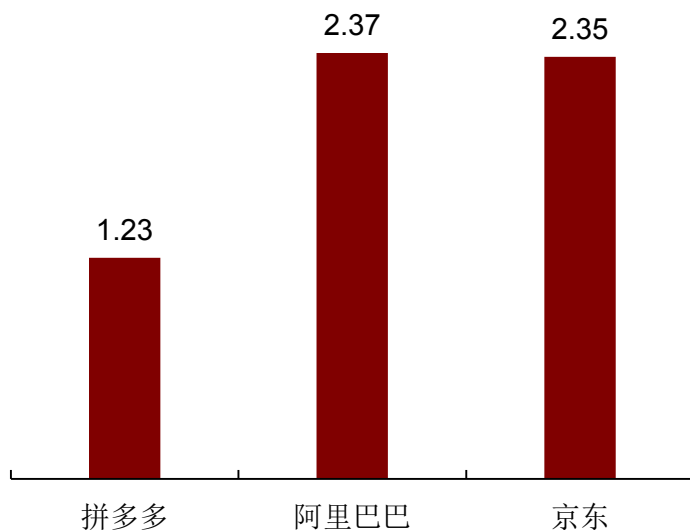
农产品销售	过去	现在
市场信息获取	缺乏市场信息	社交网络拼单，信息及时反馈
营销成本	缺乏营销渠道，无力支付营销成本	电商平台上架，营销成本降低
运输物流	分散运输分散销售	农货中央处理系统+轻仓储模式
影响	农货滞销	农货畅销

资料来源：《拼多多2018扶贫助农日报》，招商证券

供应链整合2：纷来短视频掘金，挖掘小B端变现动机

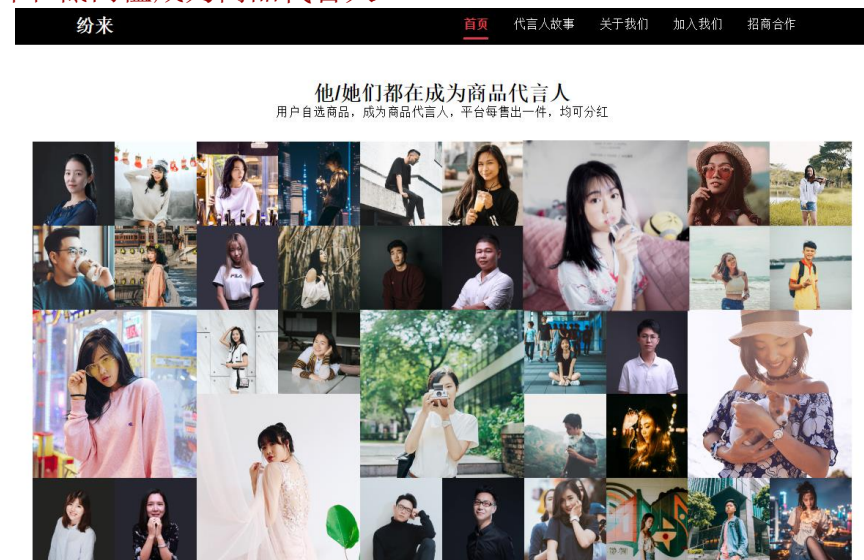
- 纷来聚焦的定位是通过短视频卖货，将电视购物迷你化，让短视频与消费挂钩，并通过视频与消费者沟通。纷来采取与厂家合作的商业模式，内容抽成是最大的盈利来源。通过众包形式养了众多拍手，来为拍手和厂家之间搭建营销平台。拍手方面，纷来利用了现有短视频用户的变现需求，强调纷来是一个为草根服务的平台，降低营销代言人门槛。纷来为商家提供0门槛入驻，从开店到短视频拍摄，从分享销售到佣金结算都可以解决。纷来致力于帮助商家建立自己的零售渠道，实现全民代言、全民分享和全民营销。
- 厂商方面，通过降低代言人门槛，弱化网红从而降低营销成本，将中间商的利润拉出。比如品牌20组产品，广告商可能3500元，纷来收费2500元，为厂家节省20000元。而纷来中5000-1000元是纷来的利润，其他都派给拍视频的人。拍手通过纷来赚钱同时纷来还能为品牌商省钱。2019年3月GMV600万，4月破千万，年底破亿。

图：商家每实现100万成交额所需要付出的营销成本（万元）



数据来源：公开资料、招商证券

图：低门槛成为商品代言人

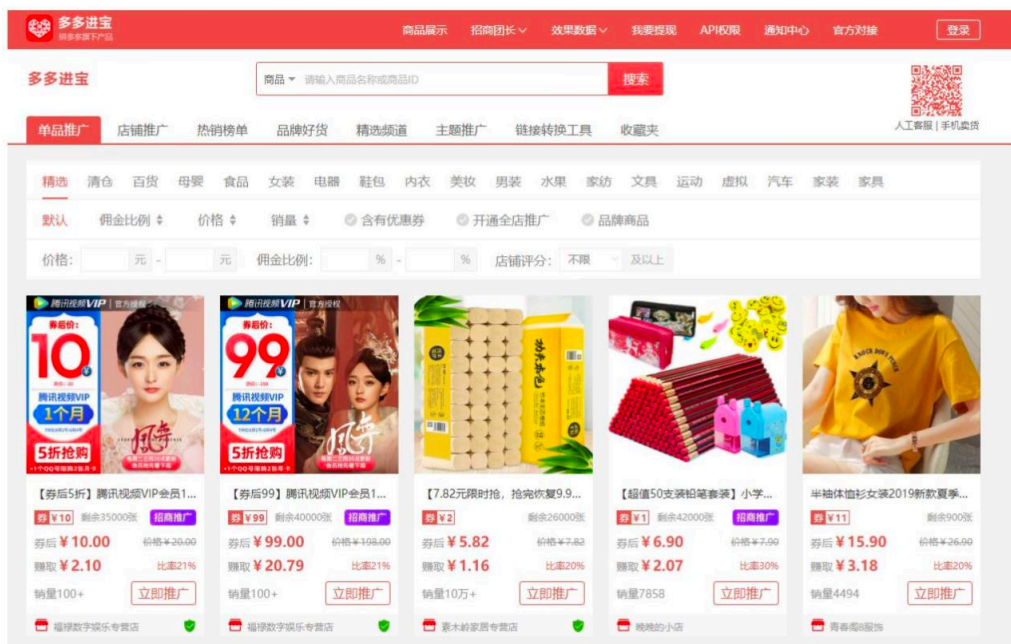


资料来源：公司官网、招商证券

供应链整合3：快手联手拼多多，较强生命周期变现探索

- 下沉市场双巨头“强强联合”创建“多多进宝”，商品属性和快手用户属性不谋而合。“多多进宝”是一个连接主播和商家的平台。主播的资料会显示在平台上，商家也可发布需求，双方可以根据自己的需求自行匹配，进行合作卖货。
- 彼此互补：作为内容平台，快手需要商品；作为电商平台，拼多多需要流量和带货能力。对于带货能力强大的快手主播而言，他们有了一个可以展示自己、吸引商家关注的平台。由于快手直播大多是个人玩家，依靠主播个人的能力，要寻找商家并不容易，尤其是中腰部主播。对于他们而言，快手和拼多多合作无疑为他们提供了一个可以直接对接大量商家的平台，进行更好地变现。而对于拼多多来说，他们无须再去招主播、引入MCN机构，可以依靠快手进行带货，也能给平台和商家带去新的流量增长入口。

图：“多多进宝”招募推广页面



资料来源：公司官网、招商证券

低线城市消费分级总结

- **低线城市：“场”与“人”共振，挖掘“货”升级。**低线城市消费升级体现在消费渠道的现代化。
- **现象：**线下零售渗透，线上电商下沉。
- **原因：**一方面，低线城市居民时间充裕，对价格敏感度高，对时间敏感度低，同时互联网下沉加速，农村网民成为互联网内容的创作者与分发者。另一方面，从供需来看，低线市场则由于存在供给相对匮乏与互联网渗透带来的需求大量爆发之间的不匹配问题，消费升级呈现“触网升级”。
- **机会：**零售业态下沉连锁机会+挖掘“货”升级。

消费升级特点：低线城市vs高线城市

	高线城市	低线城市
人	<ul style="list-style-type: none"> • 中产阶级主导 • 生鲜、茶饮等品类注重高品质消费 • 日用品、家居等注重性价比消费 	<ul style="list-style-type: none"> • 小镇青年主导 • 消费者参与内容生产 • 积极带动流量
货	<ul style="list-style-type: none"> • 从纯商品转向全方位消费过程体验 • 细分品类追求差异化 	<ul style="list-style-type: none"> • 现代化渠道带来商品多样化、品质提升
场	<ul style="list-style-type: none"> • 便捷化，到家类、社区商业兴起 • 线上线下一体化，非分开的固定零售场所 • 消费者需求为中心，体验式消费场景 	<ul style="list-style-type: none"> • 消费渠道现代化、数字化 • 电商渠道、物流体系完善，网购占比增加
杰出代表	<ul style="list-style-type: none"> • 名创优品 	<ul style="list-style-type: none"> • 拼多多
零售重心	<ul style="list-style-type: none"> • 产品型零售 	<ul style="list-style-type: none"> • 渠道型零售
升级特点	<ul style="list-style-type: none"> • “人”推动，需求带动 • 消费意愿决定升级/性价比 	<ul style="list-style-type: none"> • “场”推动（“触网升级”），供给带动 • 市场空缺，下沉渠道决定消费升级

风险提示

- **风险提示：**宏观经济下行，消费增速放缓，线上增速放缓，开店不及预期，竞争激烈，需求不及预期等。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

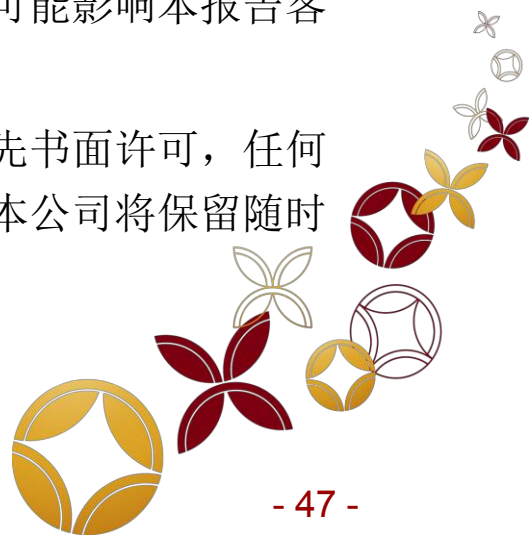
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听
Thank You