

# 渠道、产品、科技看盒马核心壁垒

## ——盒马深度报告

许荣聪

021-68407349

xurc@cmschina.com.cn

S1090514090002

宁浮洁

021-68407349

ningfujie@cmschina.com.cn

S1090518090002

**新零售两周年，盒马作为阿里新零售的先锋和样板，长期以来一直被产业界和资本市场广泛关注和讨论，招商证券零售团队也保持着紧密的研究和跟踪。近期盒马披露其1.5年期门店运营情况和科技赋能情况，我们觉得是时候对盒马的核心竞争力集中做一个梳理，主要从渠道、产品、科技三个方面试图探讨大家关心的几个问题：盒马厉不厉害？厉害在哪？好不好学？**

**渠道层面**盒马在开业之初就有比较完整的顶层设计，可以说引领着线上线下融合的创新型生鲜超市的创新，从近期披露数据来看，成熟门店日销售额达到80万，坪效5万以上，线上占比60%以上，可以说单店模型已经基本跑通，后面的主要工作就是快速扩张和尝试其他类型门店从广度和深度上进行补充。

**产品层面**盒马的商品定位高品质，一直非常重视供应链建设，以买手制作为主要抓手，生鲜产品加强产地直采，标品和产品方深度合作，重视自有产品开发，随着销售规模的增长和供应链资源的积累，未来议价能力和供应链效率能进一步提升。

**科技层面**盒马依托阿里集团的科技能力，在系统研发层面大力度投入，这也是盒马和其他传统零售企业相比明显的一个优势，目前盒马的科技能力能够实现人货场的数字化，并计划通过新发布的ReXOS系统进行进一步输出。

新零售两周年，实体零售企业从合纵连横到模式落地和打磨。盒马作为阿里“新零售的探路者”快速发展，迭代门店模式，并进行一些新业务的探索。从最近官方发布的数据来看，成效明显，一些经验也值得其他零售企业学习。

本篇报告希望从**渠道、产品、科技**三个角度探讨盒马的核心竞争力，试图剖析盒马护城河的深度以及运营数据背后的原因。

**2016年1月**

盒马首店在上海金桥开业，迭代打磨

**2017年1月**

盒马宁波店开业，尝试跨区域拓张及联营模式（三江联营）

**2017年11月**

盒马便利店品牌F2在上海北外滩问世，主打办公场景。

**2018年9月**

新零售两周年，盒马发布“新零售操作系统” REXOS

**2015年**

盒马项目立项，探索线下零售数字化和生鲜电商新玩法

**2016年10月**

马云在云栖大会上正式宣布阿里新零售战略

**2017年10月**

新零售一周年，盒马已在6城开出20家门店

**2018年3月**

大润发淘鲜达上线，盒马经验开始大规模对外赋能

## 盒马发展历程

---

# 一、渠道：快速扩张，模式初显成效

---

9月17日阿里投资者大会，盒马首次披露2016年-2017年1月开业的1.5年期以上成熟门店运营数据，这7家成熟门店均位于上海。

### 盒马1.5年期以上门店（均在上海）



### 总体数据

截至7月31日，盒马开出64家门店，覆盖14个城市，覆盖用户1000万人。

### 成熟门店核心运营数据：

日销售额-成熟门店平均超过80万。

坪效-所有店年坪效均超过5万/平。

线上占比-超过60%，最高达到80%。

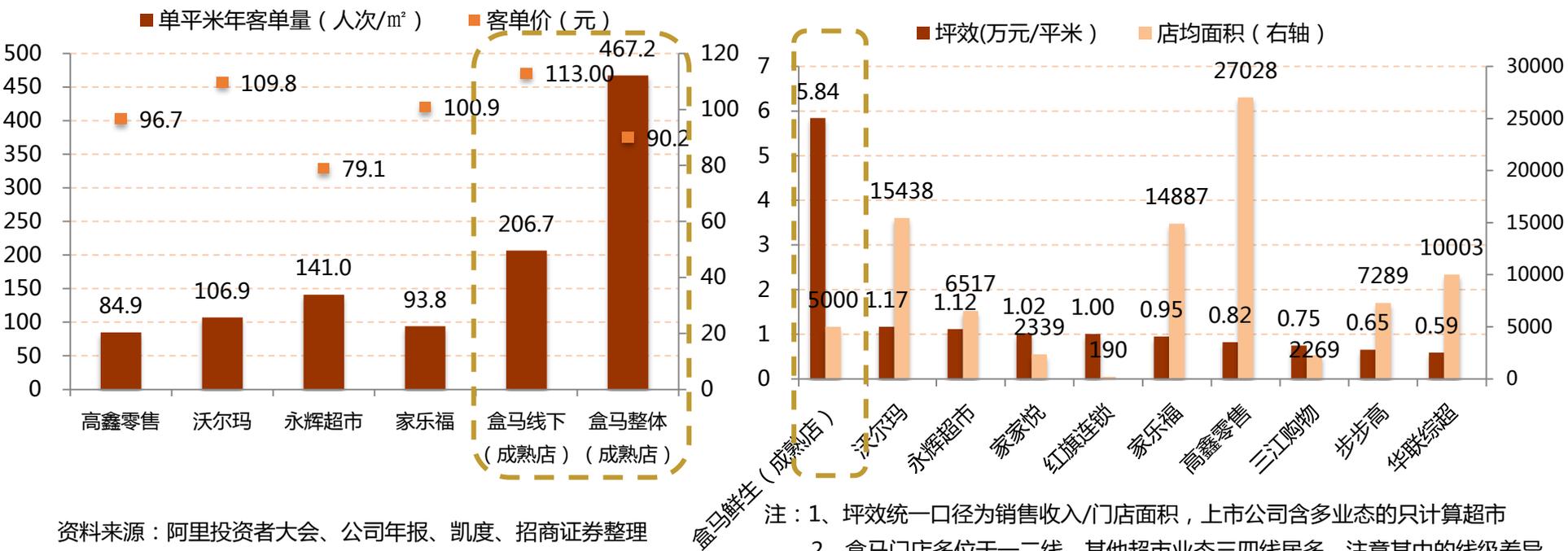
笔单价-纯线上75元，纯线下113元。

会员月消费额-线上279元，线下228元。

盒马标准门店面积在4000-6000平，根据披露的成熟店日销售额80万测算，坪效约为5.84万元/平，传统超市坪效一般在1万元/平上下，盒马坪效是其5倍左右。

**为什么坪效能这么高？**坪效可以拆解为每平米承载客单量（线上+线下）和客单价的乘积，因此从3个方面开分析盒马高坪效的原因。

- 1、客单价：**盒马定位中高端，门店位于一二线城市，客单价（线下）高于同业。
- 2、线上客单量：**因为盒马的创新模式，线上占比超过60%，线上可以承载更多客流，突破传统坪效天花板，因此整体单平米承载客单量是同业4倍左右。
- 3、线下客单量：**单纯看线下盒马的聚客能力也好于同业，单平米承载客单量是同业2倍左右。高生鲜占比，餐饮业态，强品牌营销能力都助力聚客能力提升。



资料来源：阿里投资者大会、公司年报、凯度、招商证券整理

注：1、坪效统一口径为销售收入/门店面积，上市公司含多业态的只计算超市  
2、盒马门店多位于一二线，其他超市业态三四线居多，注意其中的线级差异

对于超市门店来说，人力、租金、折旧、水电等费用相对刚性，因此日销售额和毛利率对门店盈利情况影响较大，进行一定的敏感性分析（其中费用端部分数据参数基于公开资料和产业调研合理假设，和实际情况可能有出入）。

新门店开业会经历一定时间的培育期，不同门店培育期有长有短。日销售额在80万以上（包括这批1.5年期成熟门店），预计前台能够盈利，随着销售额的逐步提升和毛利率的改善，前台净利率有望达到5%以上，优于传统超市门店。

在前台盈利的情况下，加密门店布局可以逐步覆盖后台成本（系统研发、干线运输仓储、总部人工等）从而最终实现整体盈利。

前台净利率		毛利率			
		18%	20%	22%	24%
日销售额	40	-7.24%	-5.74%	-4.24%	-2.74%
	60	-2.10%	-0.60%	0.90%	2.40%
	80	0.47%	1.97%	3.47%	4.97%
	100	2.01%	3.51%	5.01%	6.51%

### 盒马成熟门店前台净利率敏感度测算

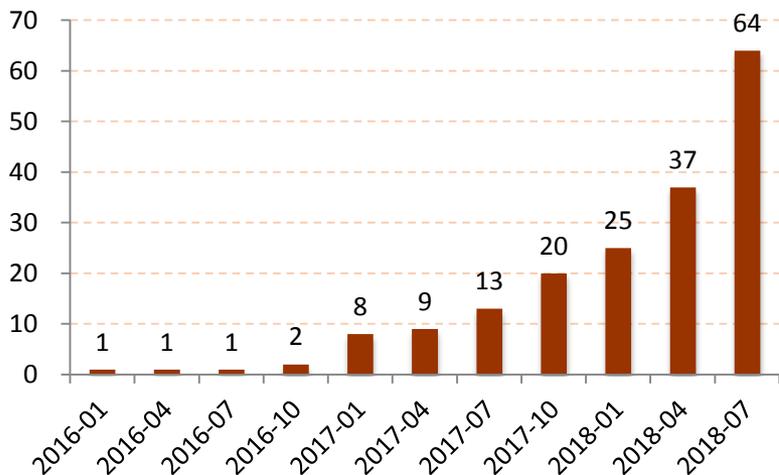
资料来源：阿里投资者大会、公开资料、招商证券

注：前台净利率未计算系统研发、干线运输仓储、总部人工等费用，其他参数依据公开资料和调研进行假设，和实际情况有所出入，仅供参考

盒马单店模型迭代基本成熟，2018年以来扩张速度明显提升，截至2018年8月门店数量达64家，覆盖14个城市，全国布局，集中在一二线城市，目前上海（20家）和北京（13家）门店密度居前。

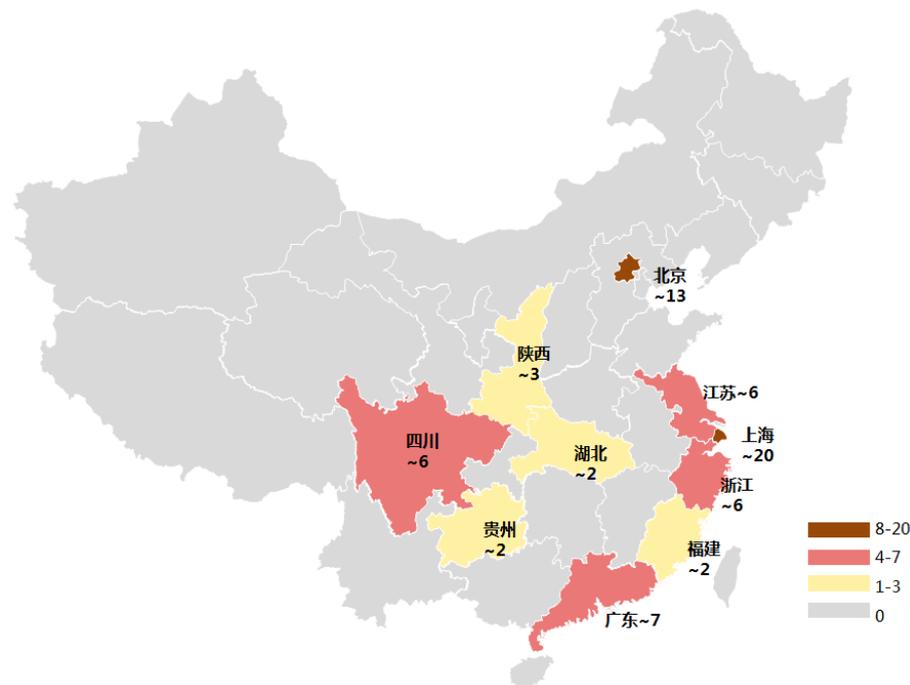
由于盒马的定位偏向中高端，判断当前模式未来的布局方向仍然会以一二线为主，进一步提升区域门店密度和销售规模。

## 盒马门店数量发展情况



资料来源：盒马APP、公开资料、招商证券

## 盒马门店区域分布（2018.8）



盒马快速拓张成熟度较高标准门店模式以外，也在不断进行其他门店类型的探索。包括盒马集市（万平）、盒小马（千平以内）等不同面积形态及F2（便利店）、机器人主题餐厅（餐饮）、盒马云超（快消品电商）等不同业态。

其他类型门店主要在深度和广度方面作为标准盒马门店的补充：

- 1) 深度-不同的业态和商品结构，满足3km范围内消费者更多需求；
- 2) 广度-扩大盒马覆盖范围，承载下沉等功能。

业态	开业时间	形容
盒马鲜生	2016.1	盒马鲜生目前主力形态，面积主要集中在4000-6000平米。
盒马集市	2016.12	盒马二代店尝试，面积达1万平左右，品类更多，餐饮比重更大
F2便利店	2017.12	首店在上海北外滩开张，800平方米业态，以现吃现做现点的海鲜餐饮为特色，主打办公场景
机器人主题餐厅	2018.2	首店位于上海南翔，机器人元素餐饮业态，启用自动化设备，通过智能送餐的系统（AGV）送餐，减少人工提升效率
盒马云超	2018.4	北京上线，SKU达2万，配送时效延长为次日达。在订单量集约到一定数量，再启动仓库作业降低配送成本。
盒小马	2018.6	800平米左右，盒马和大润发共同打造，主打低线级市场，生鲜面积超过50%，线上线下一体化的运营方式，后计划开放加盟。

---

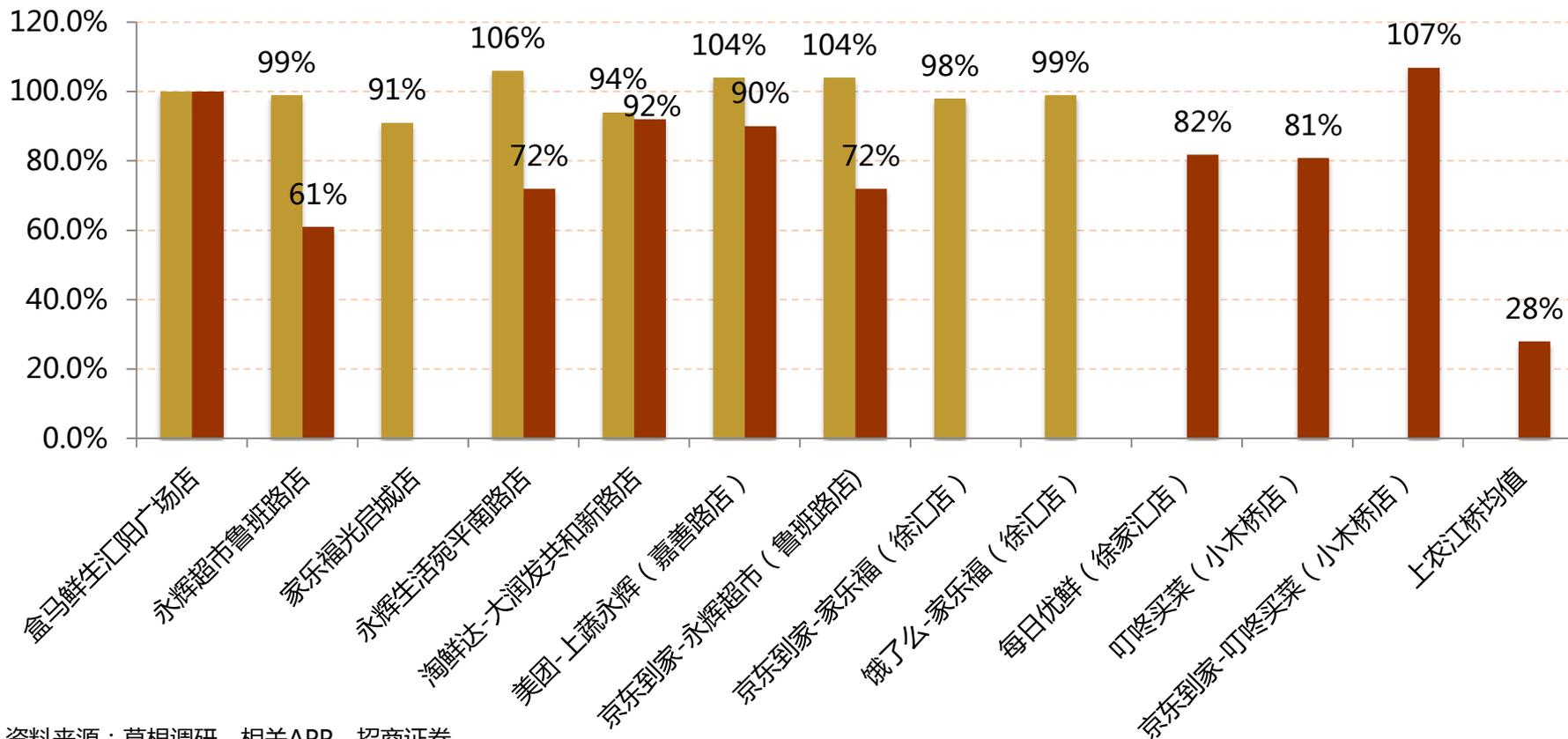
## 二、产品：重视供应链，保障品质

---

从草根调研得到的抽样数据来看，盒马的定价和周边其他超市业态门店相比相对较高，定位注重品质生活的中高端客群，其中非生鲜商品平均溢价高于生鲜商品。

### 不同生鲜渠道价格指数（草根调研）

■ 非生鲜类-总体价格指数 ■ 生鲜类-总体价格指数



资料来源：草根调研、相关APP、招商证券

100%，选取门店基本位于上海市徐汇区，彼此距离不远。

## 草根调研：以苹果为例看不同渠道商品品质



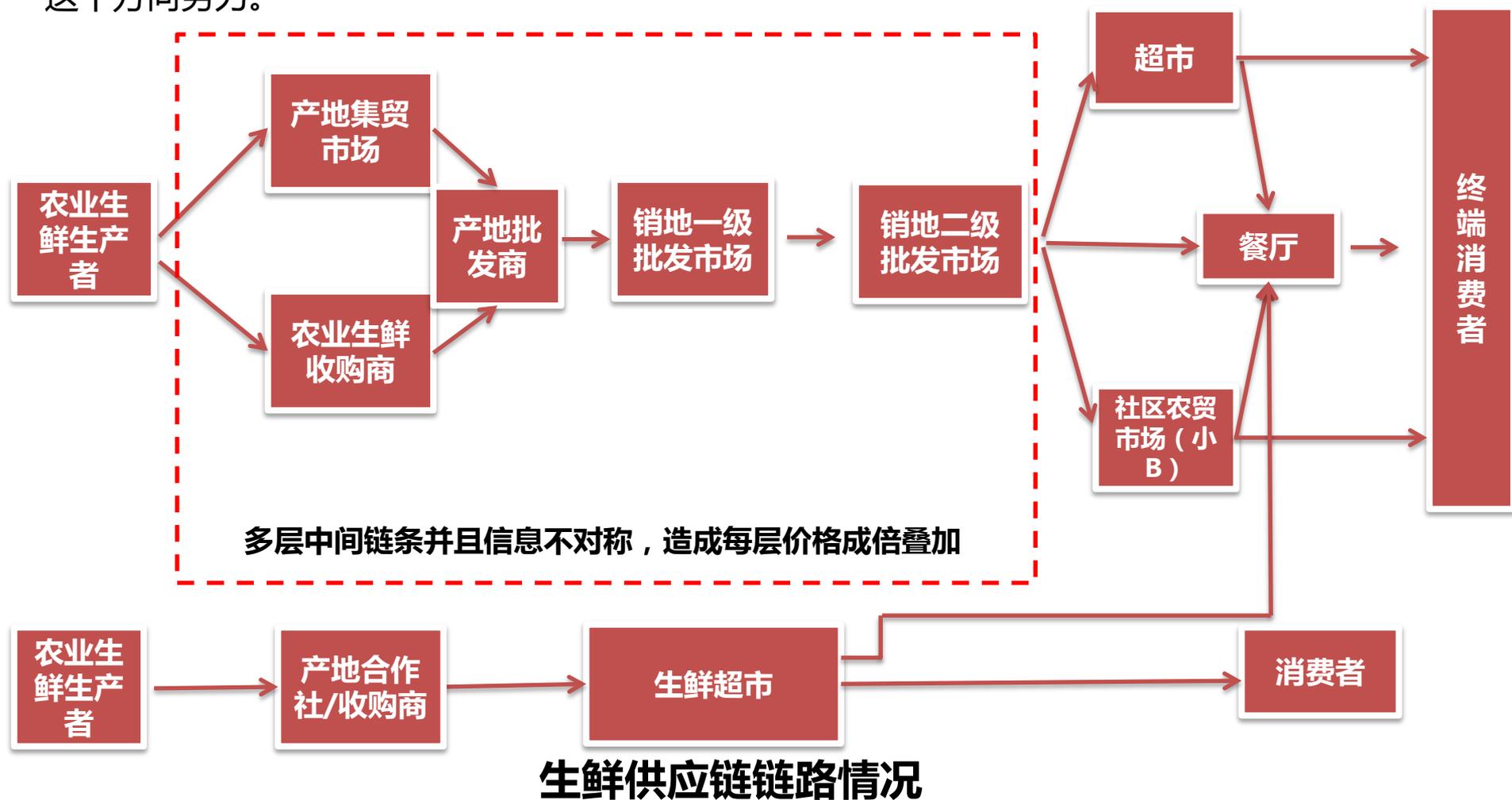
从草根调研购买的苹果产品对比中可以看出，虽然盒马的单价最高，但包装最用心，消费者体验较好。个头不算大但口味方面整体也优于其他三个渠道，高品质和高价匹配。

	客观指标						主观指标			
	产地	价格 (元/500g)	包装	重量 (kg/只)	直径 (cm)	颜色	甜度	水分	脆度	主观分 平均
盒马	烟台	8.10	保鲜膜 四只装	0.23	7.5	红黄分布均 匀	3.3	4	3.6	<b>3.63</b>
某大型生 鲜超市	陕西	6.41	散装	0.30	9.2	红中夹杂些 许黄	3.3	4	3.3	<b>3.53</b>
某大型生 鲜电商	烟台	7.57	五只袋 装	0.21	7.5	偏黄	2	3.6	3	<b>2.89</b>
水果店	陕西	6.8	散装	0.30	9	整体透红	3.6	3.6	3.3	<b>3.5</b>

资料来源：草根调研、招商证券

甜度、水分、脆度皆以1-5打分，5分为最甜、最有水分、最脆。

生鲜由于上游（农户）和终端（消费者）均是分散的，而且非标短保，传统链路链条长，层层加价，痛点明显。生鲜超市龙头如永辉等依托常年积累，形成封闭式的生鲜供应链体系和较大的生鲜采购规模，可以深入产地直采，降低成本并实现信息的更好传导，从而提升效率，盒马也在朝这个方向努力。



**生鲜供应链能力主要依靠：1) 采购规模；2) 整体采购体系。**永辉生鲜供应链能力突出主要由于生鲜起家，18年积淀体系完备配套齐全+一年三四百亿的生鲜采购规模。

盒马成立仅仅两年多，整体规模和永辉等超市巨头相比还有一定差距，部分商品直接产地直采不一定经济，但盒马对上游供应链十分重视，加强整体体系建设（包括买手培养、物流建设等），放眼全球提前布局，为规模的快速提升做好准备。同时由于盒马定位品质高端，和传统生鲜超市也有一定的差异化。

环节	永辉超市	家家悦	盒马鲜生	社区超市（钱大妈）
采购	直采：全国采+本地采	直采：本地采+SPAR全球	部分直采	非直采：批发市场为主
2018年生鲜销售规模预计	300-400亿	50-60亿	100亿上下	几十亿
物流	自营，12个物流中心	正在募投物流中心，5个生鲜物流中心	正在各地建设盒马中心仓	依托京东
前端—生鲜占比	45%	40%	60%以上	100%
前端—终端配送	门店为主，O2O为辅	门店	线上占比60%以上	主打门店
前端—SKU丰富度	高，1300	高，1300	中（差异化大，主打高端）	少，500（SKU精选要求高）

买手制是盒马建立新零售关系的重要抓手，通过买手制可以明确零供双方责任，使得满足消费者需求成为双方的共同目标。供应商提供物美价廉的产品，盒马减少不必要的渠道费用，双方达成长期合作伙伴关系。另外，通过基地建设和商品联合开发等手段，与供应商共同研发，共同成长，整合供应链资源，提升核心竞争力。

## 买手制

坚持品质第一，新鲜度第一，坚持食品安全，生鲜食品全部买断经营，买手制逐步推广到标品

### 生鲜商品

不收取任何渠道费用，包括进场费，堆头费，店庆费，促销费，新品费等与商品无关的费用

### 基地建设

在政府的支持下，逐步完成全球和全国农产品基地建设，让消费者享受到最安全的农产品

### 厂家直供

建立厂家直供为核心的供应链模式，支持盒马全国门店销售

### 标品

同左，年返利部分根据实际情况逐步取消

### 商品联合开发

和品牌商生产商联合开发盒马专供的定牌商品，三年内定牌商品销售额达到50%，包括对品牌的新商品采取买断和独家经营模式

### 杜绝腐败

盒马负责在门店的所有销售行为，承担经营中的全部责任，杜绝一切形式的腐败

## 买手制

针对不同的单品，盒马采取不同的模式加强供应链体系建设，标品和知名厂商深度合作，开发独家联名款等。生鲜品类深入产地直采，和当地农村合作社、协会、合作商等合作，依托阿里集团资源进行采购，通过包机等形式快速供应至门店，保证食材新鲜度。

	单品	采购案例
标品	食用油	与多力合作四支联名产品：针对小家庭的小包装，一瓶900ml的富含维生素E的葵花籽油可以吃两周，两周后吃完再换成花生油、菜籽油。
	熟食蒸饺	与正大食品合作联手进行产品定制，将熟食蒸饺原有的30粒包装改为5粒小包装，更符合小型家庭一餐的概念
	纽仕兰鲜奶	海外直采，和纽仕兰新云合作，第一天凌晨3-4点挤奶结束后两小时内“锁鲜”，第二天中午运抵奥克兰机场，晚上9点搭乘东航专机冷链空运至上海，第三天晚上6点就可直达盒马。
	日日鲜鲜牛奶	与恒天然安佳合作，推出“盒马-安佳”日日鲜鲜牛奶
	可乐	与可口可乐合作，店内汇集全世界各种口味的可乐
生鲜	藕带	从武汉农业合作社直采精品藕带，全链路保鲜在10度以下，空运至上海或北京
	波士顿龙虾	已实现与天猫统一采购，从加拿大直采
	挪威三文鱼	与挪威海产局合作，官方签约，挪威直采
	阿拉斯加帝王蟹	通过买手海外直采，在阿拉斯基海域找到了一个拥有捕捞权的合作商，帝王蟹被捕捞后，全程控制温度环境保存12或24个小时，到达国内后再检验存活度，重新入水散养
	潜江小龙虾	国内直采，在湖北包五万亩田
	上海本地蔬菜	与崇明区农业委员会签订蔬菜基地建设协议，从崇明、奉贤等地的蔬菜基地直采直供
	美国西北樱桃“雪妮”	联合天猫、美国西北樱桃协会、东方航空，首度实现48小时包机直达，使用美国原盒包装，全程冷链，通过到港直发通道，直接送往盒马门店。
	梭子蟹	盒马包船出海，中午12点出发，次日凌晨两点捕捞上岸，7点送达盒马门店。筛选工序严格：舟山基地分拣、运输到上海后二次分拣、到门店之后抽检。总共约6成的淘汰率。

从国外成熟经验来看，当超市企业之间供应链效率没有明显差距的情况下，依托渠道背书发展高毛利强管控力的自有品牌商品是必然趋势。

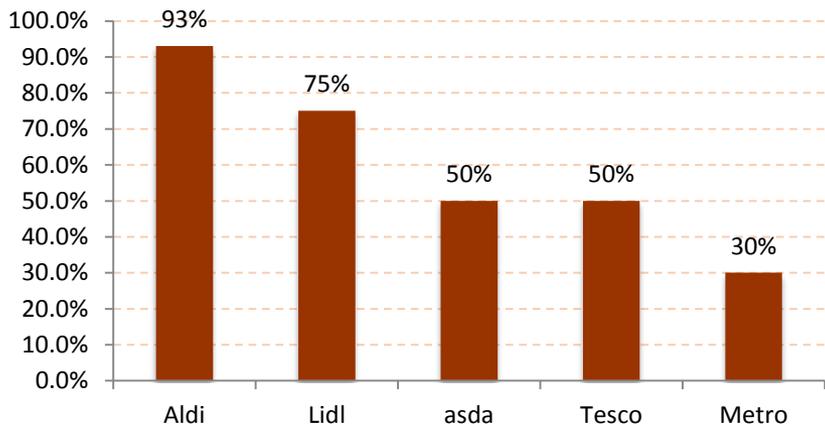
中国本土超市企业和国外发达企业相比，自有品牌占比相对较低，基本都不足10%。

盒马17年开始非常重视自有品牌建设，由于生鲜品类品牌效应弱，盒马相继推出生鲜自有品牌“日日鲜”、“帝皇鲜”、“盒马工坊”等自有品牌覆盖不同品类，做到生鲜商品强把控，未来目标自有品牌占比达50%以上。

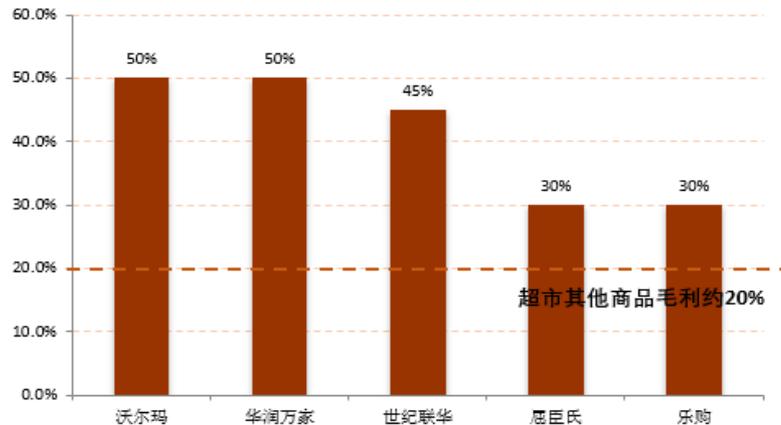
## 盒马日日鲜自有品牌蔬菜



## 欧洲主要零售巨头自由品牌销售占比



## 部分零售商自由品牌毛利情况



---

## 三、科技：依托集团资源，开放科技输出

---

阿里巴巴集团正逐步从一个电商公司转型为一个科技公司，2018财年研发投入达228亿元，阿里云、达摩院、蚂蚁金服等多个条线的科技成果都有机会运用到盒马运营当中。

盒马自身也非常重视科技投入，据公开资料显示盒马后台系统研发人员有数百人，测算每年相关人力成本达数亿，这是一般零售企业很难承受的，这些投入也构筑了盒马科技层面的核心壁垒。

 <p>阿里云</p>	 <p>达摩院 Alibaba DAMO Academy</p>	 <p>淘宝网 Taobao.com</p>  <p>天猫 TMALL.COM</p>	 <p>蚂蚁金服 ANT FINANCIAL</p>	 <p>阿里巴巴 Alibaba.com</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 云计算</li> <li>• 大数据</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AI</li> <li>• 视觉识别</li> <li>• 语音识别</li> <li>• ...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• App</li> <li>• 交易</li> <li>• 安全</li> <li>• 算法</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 移动支付 【声纹识别，生物科技识别】</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 电子价签</li> <li>• AGV无人配送</li> </ul>

盒马的科技数据化能力和阿里集团一脉相承，也是其相较于传统零售企业的一大重要优势。

由于盒马在成立之初顶层设计层面就十分重视数据能力，做增量市场，因此能够实现人货场的数字化全打通，对于存量的超市企业，做数字化的改造难度较大。

人货场的数字化打通之后，在用户体验、精准营销、选品管理、智能选址等多个方面都能积累起明显优势，从而提升整个零售链路的效率。

在科技能力达到一定水平之后盒马尝试对外输出，一方面扩宽数据来源增加规模，另一方面长期来看能产生收益覆盖系统研发投入。

人

## 可识别 - 可触达 - 可洞察 - 可服务

- 3公里会员社区网
- App随时随地消费
- 零售企业组织

货

## 买的到 - 买的好 买的方便 - 买的放心

- 智能选品管理
- 数据驱动的供应链物流体系

场

## 便捷 - 体验 - 高效

- 门店数字化提升人效
- 履约配送服务
- 智能硬件：RF, AI POS, ESL, etc

盒马依托自身强劲科技实力，推出线上和线下无缝链接的操作系统—ReX OS operation system，包含了整个门店的生产系统，配送系统，销售系统，加工中心系统，后台作业系统。这是一套完整的作业系统，还包含了线上的运营。系统将逐步对外赋能输出。



依托盒马业务实践的新零售操作系统—ReXOS

盒马近期发布了ReXOS系统科技输出的首个商业化产品—ReXPOS智能收银机。

和一般的自助收银机相比，ReXPOS的特色在于应用了多项先进专利技术，能够实现快速收银、智能防损、人脸识别等，有效提升效率。

目前ReXPOS已经在盒马门店全面上线，将近73%的收银已经通过自助收银来实现，在这些终端上，原来的货损率降低了60%。同时减少了大量的人力投入，使得收银的人效提升了四倍，也使得消费者感受变得更好，降低了36%的排队时长。

盒马目前希望将这一智能硬件进行输出，售价19999元，但可免费租用。目前已有大润发、中百等30家阿里体系内外超市企业选择使用ReXPOS产品。



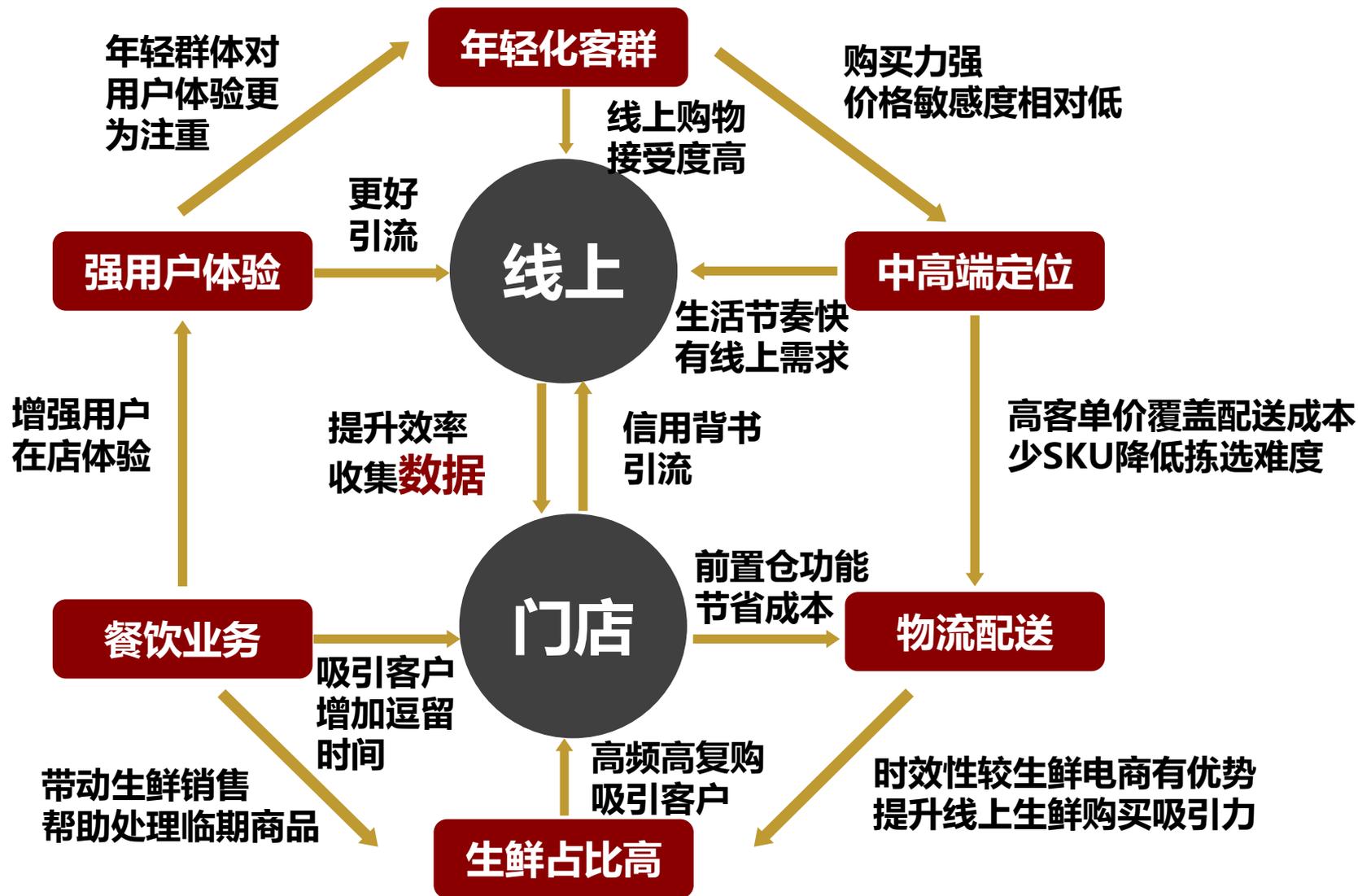
盒马首款新零售智能硬件—ReXPOS机

---

## 四、总结：渠道、商品、科技构筑核心壁垒

---

盒马非常突出的一点在于首店开业之前，就对整个模式进行了深度的思考，从顶层设计层面确立这一创新型的打法模式，而且从目前效果来看，这一模式能够跑通。



消费者端多快好省四大需求难以兼得，盒马满足多快好三大需求，和传统生鲜渠道有一定差异化。

传统生鲜超市

生鲜社区店



盒马鲜生

前置仓模式  
生鲜电商

菜市场

传统生鲜电商

多

SKU丰富度

快

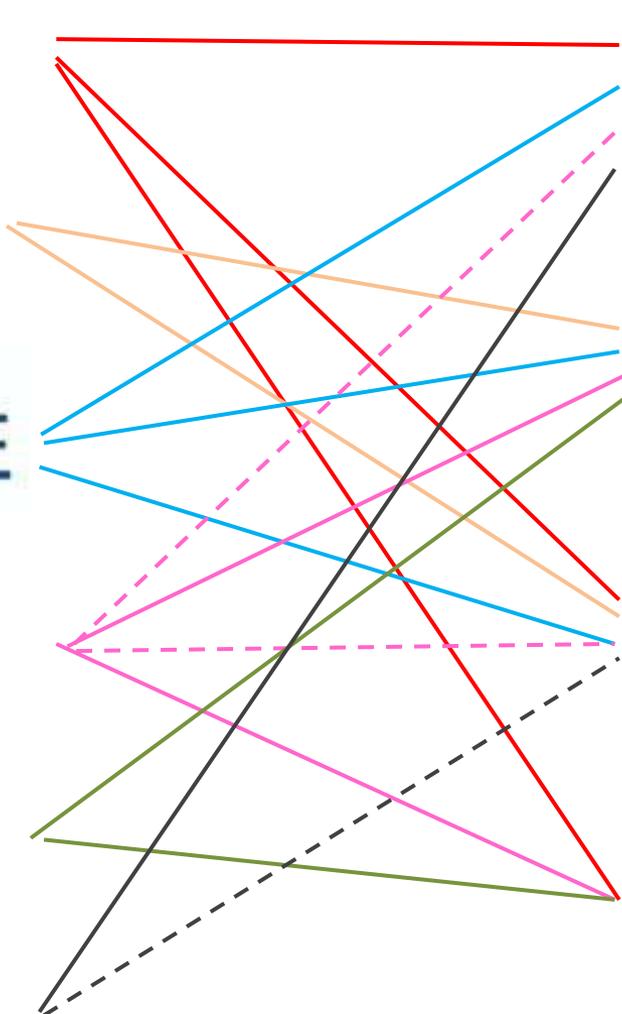
时效性强

好

品质有保障

省

价格便宜



盒马的模式和经验也被很多企业学习借鉴，从渠道、产品、科技三个维度讨论盒马的护城河。

## 渠道

线上线下结合的生鲜超市新模式盒马首创，后来这一赛道也涌现出很多玩家，目前坪效、线上占比等方面盒马优势明显，盒马在开店之前对模式有明确的规划，系统研发、数据化能力均为这一模式打造，同时集团给予足够的资源和盈利容忍度。

从扩张角度考虑，一二线城市的超市物业资源非常有限且增量不多，虽然盒马新模式对地段要求不高，但在后续快速拓张过程中将会面临物业资源紧缺的问题。

## 产品

盒马对供应链尤其是生鲜供应链体系建设的重视程度较大部分超市企业都高，在买手制、源头直采等方面取得了一些成果，但是由于生鲜体系建设时间不长、规模尚不够大等原因，和永辉等传统生鲜龙头相比还有一定的差距，需要一定时间追赶。

## 科技

阿里集团的科技资源很少有企业能匹敌，盒马也非常重视科技能力发展，系统研发前期需要较高的成本投入，这也是大部分超市企业难以承受的，盒马现在已经具备了一定的科技输出能力，强化零售科技公司的定位。

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。

**许荣聪**，商贸零售首席分析师，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，产业人脉丰富。

**宁浮洁**，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，主要方向为超市和电商等。

**王凌霄**，上海交通大学硕士，同济大学学士，2018年加入招商证券，主要方向为新零售和百货。

## 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 $\pm 5\%$ 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

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。