

零售行业

2018-9-16

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

从全食超市看高端社区生鲜超市发展前景

报告要点

■ 定位有机食品，高端生鲜超市典范

20 世纪 70 年代随美国肥胖人群比例大幅提升，居民对于有机和健康食品需求迎来爆发式增长，顺应趋势全食超市于 1987 年建立，历经约 40 年发展，从奥斯汀一家小型的经营有机生鲜的超市成长为北美最大的有机生鲜连锁集团。公司主打天然和有机食品，生鲜与熟食占比超过 65%，主要服务于高端客群，截至 2017 财年公司实现营收规模 160 亿美元，门店数量达 456 家，公司经营门店平均单店面积 3800 平米，单店年营收约 3500 万美元，坪效约为 9200 美元/平米，毛利率约为 35%，净利率中枢约为 3.5%，单店净利润中枢约为 70 万美元。

■ 高端客群为主，全流程精细化管理

全食因主打有机生鲜，定位相对高端，所针对消费者居住分散，且对于商品品质要求较高，因此在选址、商品采购、配送、门店运营等多环节均进行更精细化的选择和运营：选址标准明确，年收入 10 万美元以上群体，辐射区域居民群体 20 万人以上，物业面积不小于 2500 平米等；采购流程严格，精选有资质供应商、门店设定灵活订货权、具体团队品类负责制、前中后督查；合理安排配送方式，平均每个物流节点支持 40 家门店，针对不同品类分别采用中转配送或农户直送的方式保障效率；门店运营强化客户点对点精细服务，保障客户粘性。

■ 市场高度分散，并购联合打开格局

有机生鲜超市行业集中度相对较低，且因受制于供应链和管理能力均以小型单体超市运营为主，全食超市为扩大市场持续推进外延并购，且秉持先发地区后农业省的拓展思路，全食总门店中并购整合门店占比高达 45%。同时，在全食超市进入发展后期，同店增长开始面临提升压力，采用两方面策略提升效益：1) 推出低定位的超市品牌开拓新的需求市场；2) 联合亚马逊拓展线上业务，以突破高密度客群市场限制，采用线上结合配送以拓展相对零散的目标客户群。

■ 估值与建议：单店效益影响估值，把握供应链强势龙头

截至退市前全食超市市值约 134 亿美元，市场表现看，在同店、坪效、单店净利润等单店指标较优的两个阶段，公司股价均出现趋势性的大幅上涨。由此可见，作为高端生鲜超市，因其网点相对分散，难以发挥较强的规模效应，价值主要体现在如何通过精细化运营提升单店经营效益。基于超市行业中长期发展逻辑，我们重点推荐生鲜供应链基础突出并探索高端超市的永辉超市与家家悦。

风险提示： 1. 居民收入增速预期放缓对于中高端消费形成抑制；
2. 高端超市门店管理难度较大存在较大运营不确定性。

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

分析师 刘亚舟

☎ (8627) 65799539

✉ liuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020003

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
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

《从到家业务发展看超市行业新格局》2018-9-10

《2018 年中报综述：收入增速放缓，估值底部精选优质龙头》2018-9-2

《从寿光菜价上涨看超市行业长短期机会》2018-8-27

目录

定位有机食品，高端超市典范	5
健康需求爆发，有机消费兴起	5
精耕并购双击，高端市场龙头	7
高端客群为主，彰显精细管理	9
定位：高收入高文化人群，选址分散	9
采购：把控产品质量，严格采购标准	11
配送：保证配送效率，合理安排节点	14
门店：增强顾客粘性，完善服务体系	15
市场高度分散，收购开拓格局	20
打入成熟社区，整合实现快速收编	21
供应商较分散，协同价优锁定关系	22
增长面临瓶颈，变革拓新市场	24
推高性价比业态，满足新兴需求	24
拟与亚马逊合作，深挖分散市场	27
估值：单店经营效率决定估值溢价	28
映射：重点关注供应链优势突出的龙头生鲜超市	29

图表目录

图 1：美国肥胖人群变化趋势（1963-2008）	5
图 2：1985 年美国肥胖人群分布（蓝色为严重区域）	5
图 3：美国各大有机生鲜超市创始年表	6
图 4：美国 90 年代主要有机商品短缺比例	6
图 5：美国 90 年代主要有机商品供应方式分散化	6
图 6：美国 1997-2017 年有机食品销售额	7
图 7：美国 2016 年主要有机食品零售商市占率	7
图 8：全食超市发展历史概要	7
图 9：全食超市营业收入（单位：百万美元）及增速	8
图 10：全食超市门店数量稳步提升至 456 家	8
图 11：全食超市自有品牌产品线	8
图 12：公司主要由生鲜食品、熟食及非易腐商品组成	8
图 13：2015 年美国居民收入结构	9
图 14：全食超市在选址时有较为明确的多维度标准	9
图 15：2005 年美国主要有机食品溢价率	9
图 16：全食超市美国门店分布图	9
图 17：全食超市纽约区域分布（红点为全食超市）	10

图 18: 纽约各主要区域人口密度对比 (单位: 人/平方公里)	10
图 19: 纽约各主要区域文化水平对比 (紫色水平高于红色)	10
图 20: 全食超市帕萨迪纳市分布 (红点为全食超市)	11
图 21: 帕萨迪纳与加州主要城市人口密度对比 (单位: 人/平方公里)	11
图 22: 全食超市分散采购品质监管机制	11
图 23: 全食超市对家禽类食品的分级标准	12
图 24: 全食超市大规模及分散采购比例	12
图 25: 全食超市每批次采购不得含有的部分	12
图 26: 全食超市产品召回网上公示	13
图 27: 全食超市与竞争对手主要商品价格比较 (美元/公斤)	13
图 28: 全食超市与竞争对手毛利率比较	13
图 29: 全食超市配送中心数量与同业对比	14
图 30: 全食超市配送中心分布 (蓝点为中央厨房)	14
图 31: 全食超市配送中心平均负担门店数	14
图 32: 全食超市两种配送方式比较	15
图 33: 全食超市社交网络维持客户关系方式	16
图 34: 全食超市理货员时薪与竞争对手比较 (单位: 美元/小时)	16
图 35: 2016 年全食超市与其竞争对手高管与基层员工工资比	16
图 36: 全食超市股权激励分发对象占比	17
图 37: 全食超市消费者满意度居前	17
图 38: 全食超市与其竞争对手同店增速对比	17
图 39: 全食超市与其竞争对手人效对比 (单位: 美元/人)	17
图 40: 全食超市差异化功能食品	18
图 41: 全食超市熟食展示区	18
图 42: 2016 年全食超市与同业竞争对手生鲜+熟食比例比较	19
图 43: 2017 年全食超市产品结构	19
图 44: 全美不同收入阶层愿意在外就餐的比例 (单位: 万美元/年)	19
图 45: 全食超市餐饮制作区	20
图 46: 全食超市就餐区	20
图 47: 全食超市历年新开与收购店面数比较 (蓝色为新开, 红色为收购)	20
图 48: 全食超市区域扩张方式及扩张路径	20
图 49: 90 年代旧金山上城区 Fresh Fields 超市分布	22
图 50: 全食所收购中型有机商超收购年份与分布 (蓝点为门店)	22
图 51: 全食超市与野燕麦超市采购联合天然食品公司比例 (2005-2013)	23
图 52: 全食超市供应商管理理念	23
图 53: 全食超市应付账款周转天数与同业对比 (单位: 天)	23
图 54: 全食超市开店同比增长率	24
图 55: 全食超市及其竞争对手同店增长率	24
图 56: 美国千禧一代 (红色部分) 已占人口很大比例 (2014 年)	24
图 57: 美国千禧一代与婴儿潮一代消费特点对比	24
图 58: “全食 365” 超市门店外景	25
图 59: 全食超市扩充后品牌线	25
图 60: 2016 年 “全食 365” 超市店面面积对比 (单位: 平方米)	25

图 61: “全食 365” 洛杉矶门店位置 (红点处)	25
图 62: 2016 年 “全食 365” 全部及自有品牌 SKU 与同业对比	26
图 63: 2016 年 “全食 365” 超市价格与同业对比 (美元/公斤)	26
图 64: “全食 365” 超市店内自助结算设备	26
图 65: “全食 365” 超市店内自助点餐设备	26
图 66: 全食超市覆盖人口及面积	27
图 67: 全食与竞争对手租金对比 (单位: 美元/平方米/月)	27
图 68: 全食超市股价走势图	28
图 69: 全食超市 PS 估值水平	28
图 70: 全食超市与标普 500 指数 PE 估值水平	28
图 71: 全食超市相对标普 500 估值溢价 (%)	28
图 72: 全食超市公司净利润率水平	29
图 73: 全食超市历史坪效水平 (单位: 美元/平米)	29
图 74: 全食超市历史同店增长率	29
图 75: 全食超市历史单店净利润 (单位: 万美元)	29
表 1: 有机食品与非有机食品区别 (美国标准)	5
表 2: 20 世纪 90 年代区域有机龙头超市情况	6
表 3: 全食超市历史核心财务指标一览	8
表 4: 全食超市部分生鲜有机食品下架周期	13
表 5: 全食超市部分服务标准一览	15
表 6: 全食超市自有品牌主营产品类和定位	18
表 7: 全食超市购并店面一览表	21
表 8: 全食 365 与全食超市服务部分异同点	26
表 9: 全食经营特点与亚马逊战略规划对比	27

定位有机食品，高端超市典范

健康需求爆发，有机消费兴起

有机食品也叫生态食品或生物食品，是国际上对无污染天然食品的统一提法。有机食品和非有机食品的主要不同在于其采用了生态良好的有机农业生产体系。有机食品生产和加工中不使用化学农药、化肥、化学防腐剂等合成物质，也不用基因工程生物及其产物等，因此公认比非有机食品更加健康。有机食品并不限于一般杂粮蔬菜等品类，也包括有机水产品、有机茶产品、有机奶粉和有机水果等。

表 1：有机食品与非有机食品区别（美国标准）

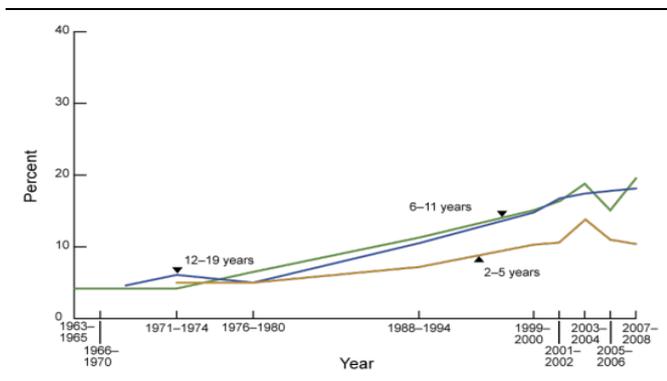
类别	有机食品	非有机食品
农药使用	禁止	允许在规定范围内使用
杀虫剂使用	禁止	允许在规定范围内使用
放射线使用	禁止	允许有限照射
土壤	五年内不使用化学品	允许在规定范围内使用
机械化生产	禁止	无要求
肥料施用	仅人畜排泄物	无要求
动物类激素	禁止	允许瘦肉精
运输方式	环境友好型运输方式	无要求

资料来源：美国农业部，长江证券研究所

20 世纪 50 年代，美国有机食品和非有机食品才开始出现划分，在此之前不存在机械化和农药及杀虫剂的运用，因而农作物无有机与非有机之分。1950 年后，工业化的耕作方式开始被运用到农业生产当中，尤其是 1965 年农药的广泛使用对人体健康造成危害。

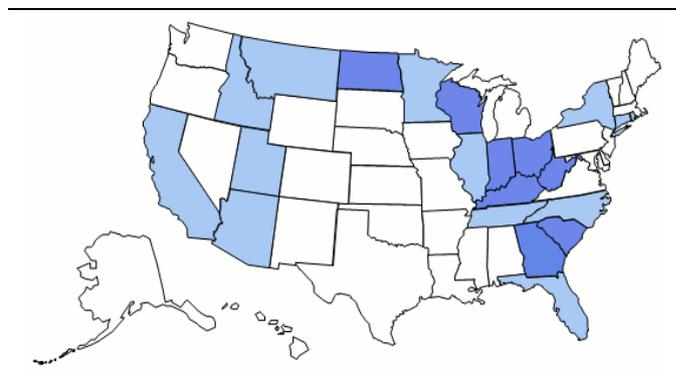
同时美国工业化快餐起源于 1950 年左右，利用工业化流水线大批量生产的食品快速进入市场，但工业化食品带来的一个重要问题是肥胖疾病，自 1975 年开始，美国成年人和儿童的肥胖率都有明显的上升趋势。由于工业化食品带来的健康问题，美国越来越多的对生活质量关注度较高的消费者开始选择有机食品。

图 1：美国肥胖人群变化趋势（1963-2008）



资料来源：美国疾病控制与预防中心，长江证券研究所

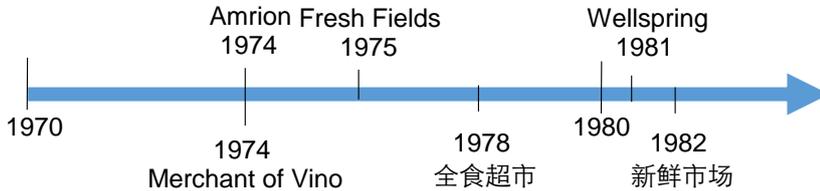
图 2：1985 年美国肥胖人群分布（蓝色为严重区域）



资料来源：美国卫生与公共服务部，长江证券研究所

20 世纪 70 年代，消费者对于有机和健康食品认知度广泛提升且迎来需求释放，有机食品零售市场也快速崛起，Amrion 等有机食品零售企业在 70-80 年代集中涌现，其中 1978 年全食超市诞生。

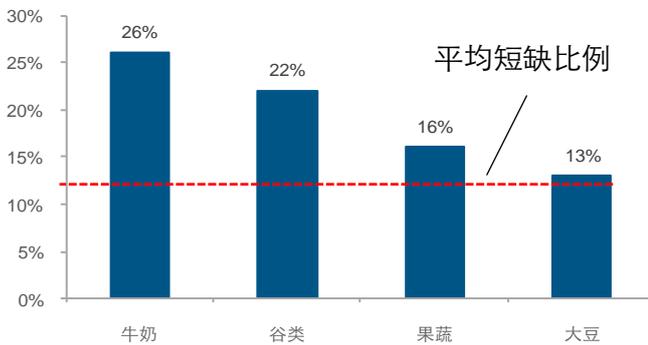
图 3：美国各大有机生鲜超市创始年表



资料来源：公司官网，长江证券研究所

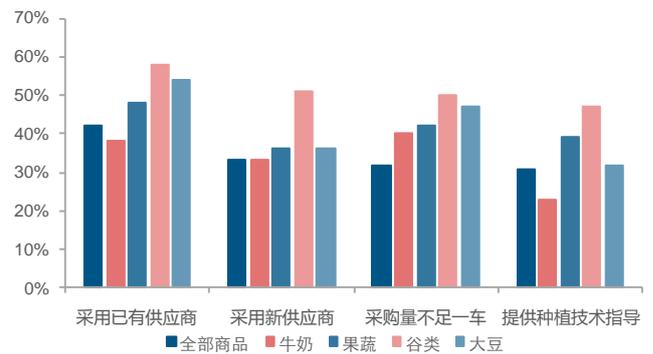
20 世纪 90 年代，在美国国会通过《有机食品法案》后，美国有机食生鲜行业进一步规范，行业门槛进一步提高。该时期内，不符合法案要求的零售商逐渐被排除出市场，行业呈现“区域竞争”和“供需失衡”的态势，即全美各区域内都有地区性的龙头企业，但同时各龙头的市场优势地位不明显，同时，有机农业从业者的严重不足、农户与零售商缺乏合作等供应问题导致市场的需求得不到满足，有机生鲜食品价格一直较高，受众群体也相对受限。

图 4：美国 90 年代主要有有机商品短缺比例



资料来源：美国农业部，长江证券研究所

图 5：美国 90 年代主要有有机商品供应方式分散化



资料来源：美国农业部，长江证券研究所

表 2：20 世纪 90 年代区域有机龙头超市情况

区域	领导者名称
路易斯安那	Whole Food
北卡罗来纳	WellSpring
东北美	Bread & Circus
大纽约区域	Mrs.Gooch's
德克萨斯	全食超市
西海岸	Food for Thought

资料来源：公司官网，长江证券研究所

截至 2016 年美国有机食品销售额约为 400 亿美元，同比增速已经放缓至个位数，其中行业集中度已经达到相对较高水平，截至 2016 年行业 CR6 达到 73%，且专业连锁市场占据主要市场份额：其中专业连锁超市全食超市销售占比 33%，Trader Joe's 销售占

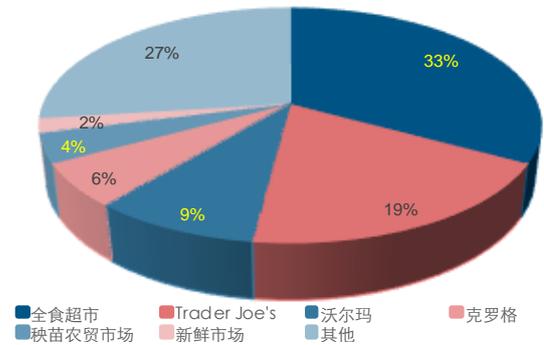
比 19%，秧苗农贸市场销售占比 4%，Fresh Market 销售占比 2%；而综合性超市沃尔玛销售占比 9%，克罗格销售占比 6%。

图 6：美国 1997-2017 年有机食品销售额



资料来源：美国农业部，美国有机贸易协会，长江证券研究所

图 7：美国 2016 年主要有机食品零售市占率

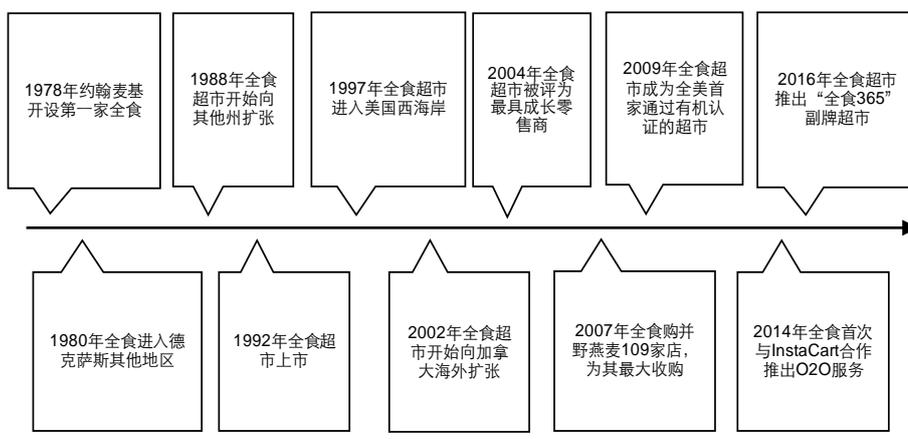


资料来源：公司年报，OTA，长江证券研究所

精耕并购双击，高端市场龙头

全食超市于 1978 年由约翰·麦基创办于美国德克萨斯州奥斯汀。麦基在大学期间发现学校内存在多家健康饮食协会，而这些协会在当时主流消费人群中均具有广泛的基础，意识到以有机食品为代表的健康饮食及其生活方式将成为趋势，因此创办全食超市。全食超市创始初期仅 19 名员工，后 1980 年与同城另一家超市合并，之后以奥斯汀为中心，与周围的多商超合并整合，逐步成为德克萨斯州有机超市领导者，之后于 1988 年首次在德州外区域开店，开始扩展区域。1992 年全食超市成功上市，2002 年开启海外扩张战略进军加拿大市场，2009 年成为全美首家通过有机认证的超市，2016 年全食针对新的消费群体创新性的推出新的中低端超市品牌“全食 365”，进一步拓宽消费者覆盖范围。截至 2017 年，全食超市业务已经覆盖美国全境、加拿大、墨西哥等市场，营业收入达 160.30 亿美元，净利润为 2.45 亿美元，截至 2017 年 7 月门店数量达 456 家，其中美国 42 个州 444 家门店，加拿大 13 家门店，英国 9 家门店。同时，全食超市已经形成不同定位的三大超市品牌体系，并以生鲜食品与熟食品类为主打。

图 8：全食超市发展历史概要



资料来源：公司官网，长江证券研究所

表 3: 全食超市历史核心财务指标一览

经营指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入 (亿美元)	27	31	39	47	56	66	80	80	90	101	117	129	142	154	157	160
同店增速	10%	9%	15%	13%	11%	7%	5%	-3%	7%	9%	9%	7%	4%	3%	-3%	-2%
门店数量	126	135	145	163	175	186	276	275	284	299	311	335	362	399	431	456
门店面积 (万平方米)	38	42	48	54	59	92	92	98	104	110	118	128	141	154	165	174
单店面积 (平方米)	3022	3128	3296	3317	3385	4963	3331	3570	3674	3676	3804	3821	3891	3871	3837	3810
单店收入 (万美元)	2135	2332	2665	2884	3204	3544	2882	2921	3171	3381	3762	3856	3921	3857	3648	3515
坪效 (美元/平方米)	7067	7457	8086	8696	9465	7141	8652	8182	8631	9195	9888	10091	10077	9964	9509	9227
毛利率	35%	34%	35%	35%	35%	35%	34%	34%	35%	35%	36%	36%	36%	35%	34%	34%
净利润 (亿美元)	0.8	1.0	1.4	1.4	2.0	1.8	1.1	1.5	2.5	3.4	4.7	5.5	5.8	5.4	5.1	2.5
净利润率	3.1%	3.3%	3.5%	2.9%	3.6%	2.8%	1.4%	1.8%	2.7%	3.4%	4.0%	4.3%	4.1%	3.5%	3.2%	1.5%
单店利润 (万美元)	63	72	84	78	110	66	42	52	82	110	139	152	145	124	111	52

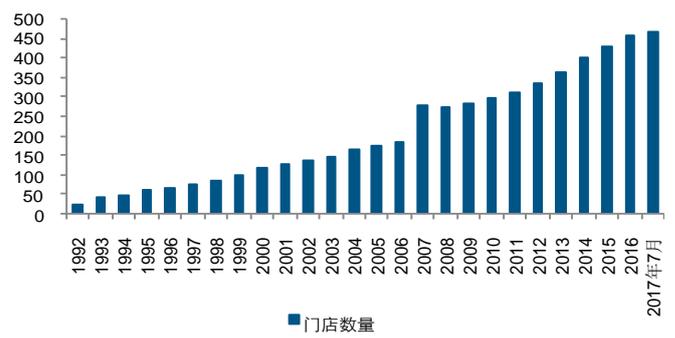
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 9: 全食超市营业收入 (单位: 百万美元) 及增速



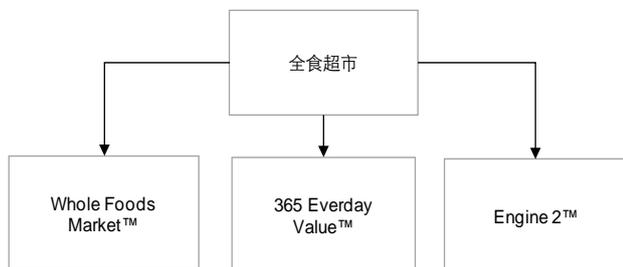
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 10: 全食超市门店数量稳步提升至 456 家



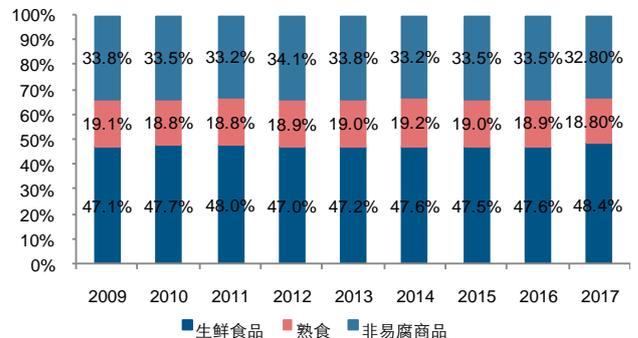
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 11: 全食超市自有品牌产品线



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 12: 公司主要由生鲜食品、熟食及非易腐商品组成



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

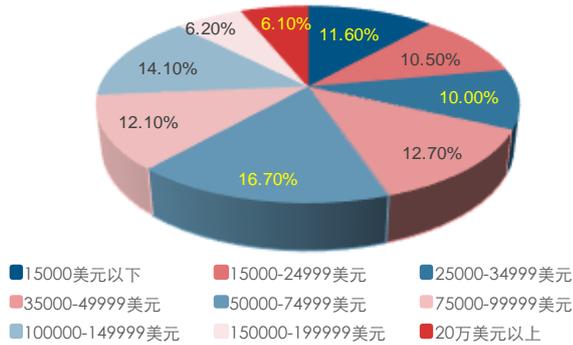
高端客群为主，彰显精细管理

全食超市主打有机生鲜食品，定位相对偏高端，所针对消费者属于少数群体所以居住相对分散，且对于商品品质要求较高，因此在选址、商品采购、配送等多环节均需进行更精细化的选择和运营。

定位：高收入高文化人群，选址分散

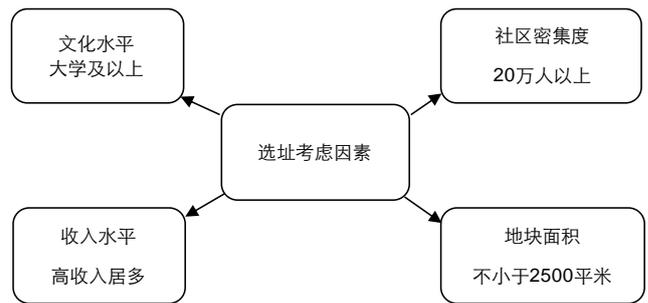
全食超市以有机生鲜经营为主，而有机食品由于种植工艺较为复杂、供应稀缺，价格平均通常比非有机食品高出 20%-30%左右，所以全食的目标客户要求为相对偏高收入客群，选址聚焦经济较发达区域，紧贴高净值高文化水平目标人群的聚居区，以更好的锁定消费客流。具体来看，全食的目标区域开店条件相对较高：一方面要求目标人群通常为年收入在 10 万美元以上的中产阶级，经测算此类高净值客群在全美所有消费者中所占的比例仅为 27%左右；同时要求相应辐射区域内有 20 万人以上的居民群体，且存在不小于 2500 平米的开店面积的物业位置。为保证单店经营效益，全食设定相应严苛的选址要求，也决定了全食超市的门店较为分散，公司绝大部分州的开店数量少于 10 家。

图 13：2015 年美国居民收入结构



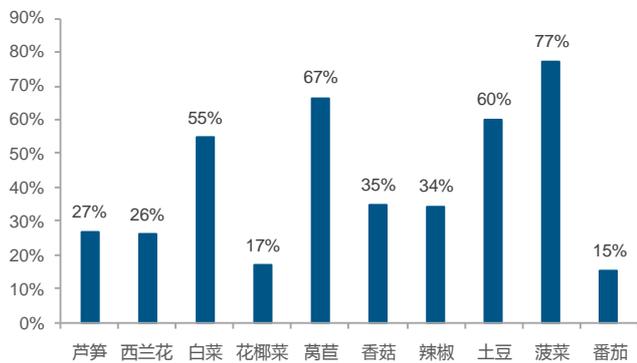
资料来源：美国劳工部，长江证券研究所

图 14：全食超市在选址时有较为明确的多维度标准



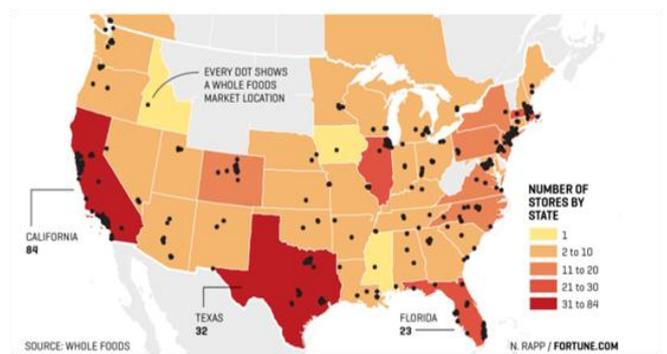
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 15：2005 年美国主要有机食品溢价率



资料来源：美国农业部，美国有机贸易协会，长江证券研究所

图 16：全食超市美国门店分布图



资料来源：公司官网，Fortune.com，长江证券研究所

具体来看，全食的门店分布呈现两极分化的特点：一方面公司约接近一半的门店开设在加利福尼亚州、马萨诸塞州、佛罗里达州、纽约州、伊利诺斯州、得克萨斯州等 6 个经济高度发达的州，同时在经济发达州中，全食超市一般偏好开设在经济发达的大中型城市，在较偏僻地区和商业成熟度低的地区开店较少，例如全食超市在加利福尼亚的几大

城市和波士顿城市群密集开店，但中部农业州开店较少。另一方面，如爱达荷州、艾奥瓦州、缅因州、密西西比州等州截至目前均只开有 1 家门店。

所辐射区域内存在一定比例且收入水平较高的居民群体为全食选址核心，而非由区域内整体客群密度单一指标决定。以纽约地区为例，全食超市在纽约的布局呈现非常明显的不均衡状态：在曼哈顿上城和下城分别开设了 4 家与 5 家店，在邻近曼哈顿的威廉斯堡附近开设 1 家店，而在皇后区和法拉盛则 1 家未开。

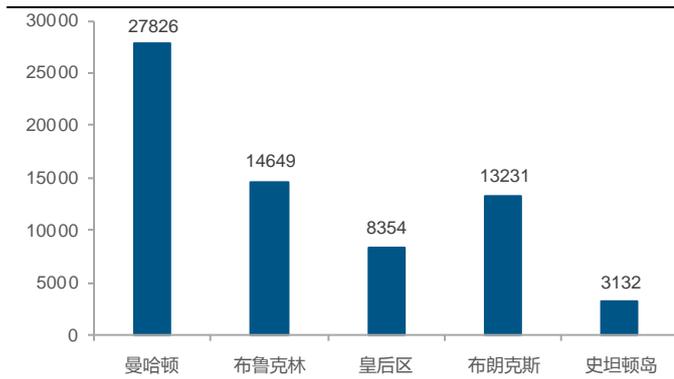
图 17：全食超市纽约区域分布（红点为全食超市）



资料来源：Google Map, 长江证券研究所

曼哈顿地区为纽约的核心商务区，美国的大多数投行、券商、银行和大型跨国企业均在此设立总部或办公区，平均薪酬超过 20 万美元/年，该区域不仅是纽约乃至全美平均薪资最高的区域，亦是全美人口密度最大的区域，人口密度高达 27826 人/平方公里，远高于布鲁克林区的 14649 人/平方公里和皇后区的 8354 人/平方公里。而皇后区和布鲁克林多为贫民区，不仅薪资收入水平较低，文化水平也相对较低，且人口较稀疏，目标客群数量和相应居民购买力均不足，因此不符合开店条件。

图 18：纽约各主要区域人口密度对比（单位：人/平方公里）



资料来源：纽约市统计局, Wikipedia, 长江证券研究所

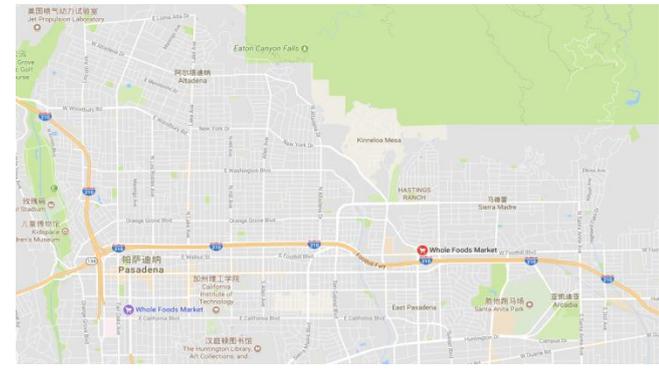
相比而言，加州帕萨迪纳市整体人口密度极低，每平方公里不足 2300 人，但全食超市依然在此开店，主要由于帕萨迪纳是以加州理工学院为中心的城市，虽整体人口密度低，但汇集了全美最顶尖的理工类学术人士，高收入与高知识群体占比较高，具备开店的基础。

图 19：纽约各主要区域文化水平对比（紫色水平高于红色）



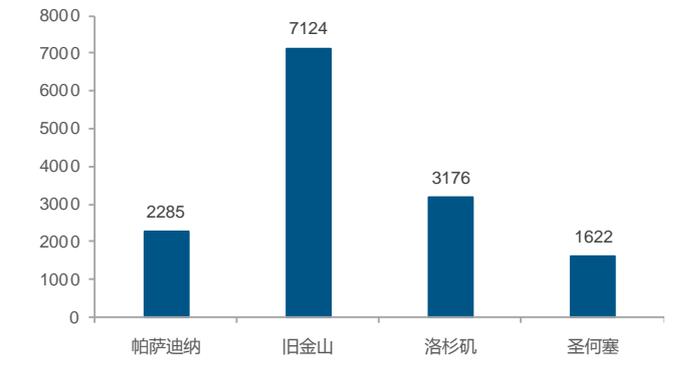
资料来源：Citylab.com, 长江证券研究所

图 20：全食超市帕萨迪纳市分布（红点为全食超市）



资料来源：Google Map, 长江证券研究所

图 21：帕萨迪纳与加州主要城市人口密度对比（单位：人/平方公里）



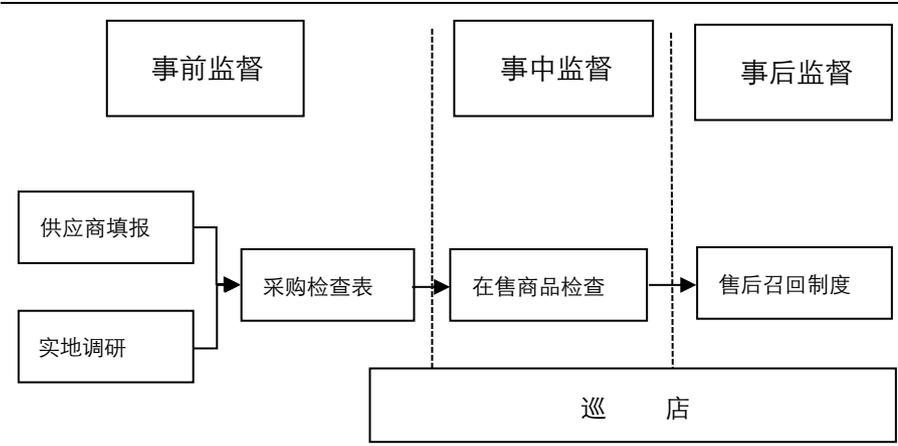
资料来源：New York Times, 长江证券研究所

我们认为由于全食超市以有机生鲜食品为主打，适用的客户群体相对有限且较分散，决定全食超市的门店选址区域分化且网点较为分散，对于选址的把握能力要求较高外，同时对于公司的商品质量把握、物流配送及门店客群服务等环节的运营管理提出较高挑战：**1) 由于适用消费者为偏高端群体且知识储备较高，所以对于食材的品质要求更高，同时由于以生鲜为主，上游较为分散且集中度较低而非标程度较高，质量的把控难度较高；2) 由于门店分布不均衡，网点较为分散，且生鲜食材为主，对于物流节点的安排和配送时效的把握能力要求较高；3) 由于门店所覆盖客群为区域内较高端客户且此类客群占比相对较少，所以如要保证持续较优的门店效益，则在客户的转化率和复购率上要求较高，相对应对消费者提供更优质服务以保证客户粘性则显得至关重要。**

采购：把控产品质量，严格采购标准

在产品方面，由于全食所面对的消费群体高端且门店分散，消费者对于产品的品质要求较高，同时门店分散使得供应商呈现小型化，而供应商分散带来的问题是难以实现产品管控流程的标准化，且质量较难控制。为了保证产品质量且应对供应商分散化的问题，全食超市在供应链全流程环节进行严格的监督审批把控：商品进场前，全食超市针对每家供应商都进行审批和调研，并针对每批次生鲜食品可操作性较强的质量控制检查表；在门店销售和售后方面，全食超市分别建立了与超市员工息息相关的检查制度以及事后的召回制度，分别实现了事中和事后的监督与反馈强化。

图 22：全食超市分散采购品质监管机制



资料来源：公司官网, 长江证券研究所

事前控制方面，严格控制供应商的准入。在纳入合作供应商之前，想加入公司供应商的申请者需要填写多达 39 页的详细申请表格，其中不仅包含了针对美国农业部禁止有机食品使用的抗生素、防腐剂等成分的问询，还包括对于国家并未立法禁止，但全食不建议添加的成分的问询。除此以外供应商还需要填写对于土地轮种情况、施化肥情况和动物喂养情况等与食物本身状况等并不直接相关的信息。而在提交后，全食超市会委派专人实地考察动物的喂养情况或蔬菜的种植情况，调研完毕后，全食超市再结合供应商提供的申请对供应商进行相应分级。

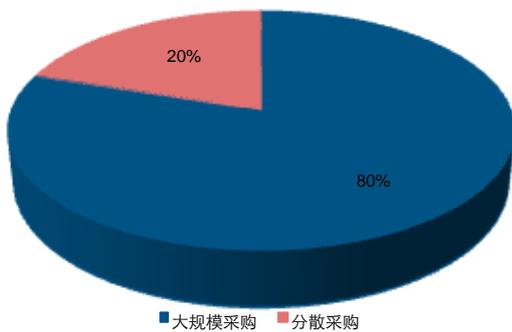
图 23：全食超市对家禽类食品的分级标准



资料来源：公司官网，长江证券研究所

采购环节，为保证门店的供应及时且具备本地化特色，赋予每个门店经理有一定的采购权力，并由采购经理执行产品质量控制标准。全食超市允许超市经理可以根据门店所在地区的特色和饮食习惯的不同，自行采购一部分当地食品，这一比例日常情况下会达到全食超市所有库存的 10%到 15%，而在秋天收获旺季本地化的比例可能会高达 60%-70%，且每个门店年均均有 20%到 50%的商品不会与其他门店重复。而在产品采购时，全食要求所有门店经理都要对照总公司下发的采购检查表，确保门店分散采购的每批次生鲜商品都符合要求。

图 24：全食超市大规模及分散采购比例



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 25：全食超市每批次采购不得含有的部分

A	acesulfame-K (acesulfame potassium)	安赛蜜 氯化铵	hexa-, hepta- and octa-esters of sucrose
	acetylated esters of mono- and diglycerides	乙酰蔗糖酯	high fructose corn syrup
	ammonium chloride	人工色素	hydrogenated fats
	artificial colors	肌苷酸	
	artificial flavors	人工调味	I IMP (disodium inosinate)
	artificial preservatives	防腐剂	
	artificial sweeteners	甜菊素	L lactylated esters of mono- and diglycerides
	aspartame	阿斯巴甜	lead soldered cans
	azodicarbonamide	甲氧基	
		水杨酸	M methyl silicon
		抗氧化剂264	methylparaben
		味精	microparticulated whey protein derived fat substitute
B	benzoates in food		monosodium glutamate (MSG)
	benzoyl peroxide		
	BHA (butylated hydroxyanisole)	漂白淀粉	
	BHT (butylated hydroxytoluene)	溴化淀粉	
	bleached flour	氯化植物油	N natamycin
	bromated flour		
	brominated vegetable oil (BVO)	聚葡萄糖	P partially hydrogenated oil
		溴酸钙	polydextrose
C	calcium bromate	乙二酸四乙酸	potassium benzoate
	calcium disodium EDTA	山梨酸钾	potassium bromate
	calcium propionate		potassium sorbate
	calcium peroxide		propionates

资料来源：公司官网，长江证券研究所

门店销售环节，在商品上架销售方面，每个门店都将所有员工分为若干个负责不同商品品类的小型团队，每个团队负责责任范围内商品的上架销售和下架。全食超市对每个门店不同类别产品的存放周期都有严格的规定，在售商品超过规定日期会由负责团队进行下架，同时，一旦发现分散采购的某批次食品售出后被监管部门或供应商自身检测到含

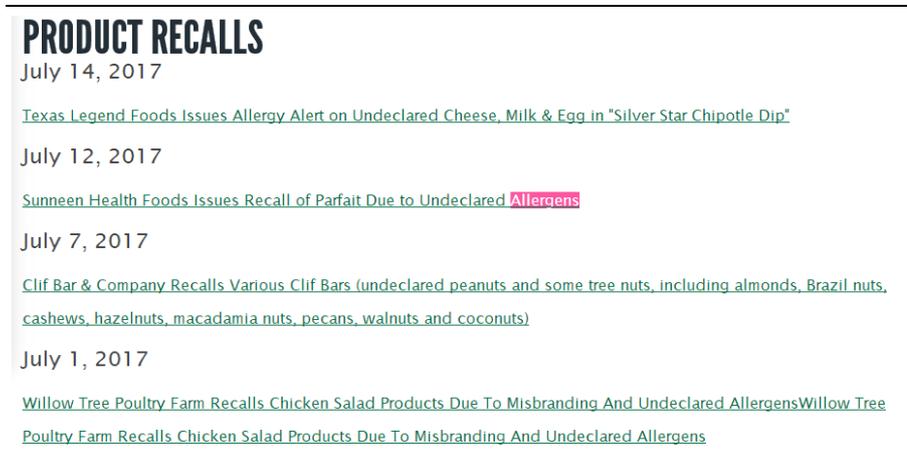
有过敏原等虽不影响商品品质但存在潜在风险的成分，全食超市也会立即启动召回机制，并在网上公示，最大程度保证各个门店商品品质的统一和消费安全。

表 4：全食超市部分生鲜有机食品下架周期

产品类别	冷藏期	冷冻期
蛋类	2-4天	(不允许冷冻)
熟食	1天	(不允许冷冻)
牛肉	3-5天	6-12个月
时蔬	3-5天	(不允许冷冻)
家禽肉	1-2天	1年
猪肉	7天	4-12个月

资料来源：公司官网，长江证券研究所

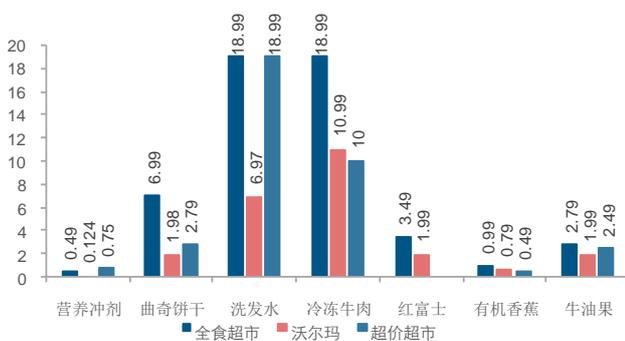
图 26：全食超市产品召回网上公示



资料来源：公司官网，长江证券研究所

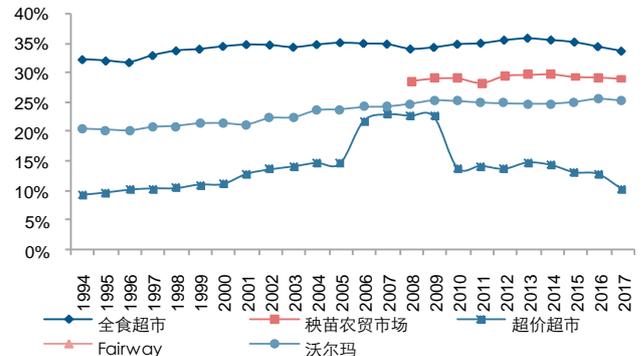
为保证门店产品质量管理的执行情况，总部设有专门的质量监督委员会对门店进行采购巡回检查。在门店各级员工品控职责清晰的基础上，公司还会由总部不定期派遣质量监督委员会负责对各门店采购巡回抽查，最大限度降低出现问题的可能。在这种互相牵制的品质监管机制得到较好执行的情况下，全食超市的质量事件发生率几乎为零，而得益于全食对高标准的坚持和大力宣传，全食超市的许多标准已经被业界接受，且其订立的多项严格标准已成为行业公认的质量体系典范。

图 27：全食超市与竞争对手主要商品价格比较（美元/公斤）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 28：全食超市与竞争对手毛利率比较

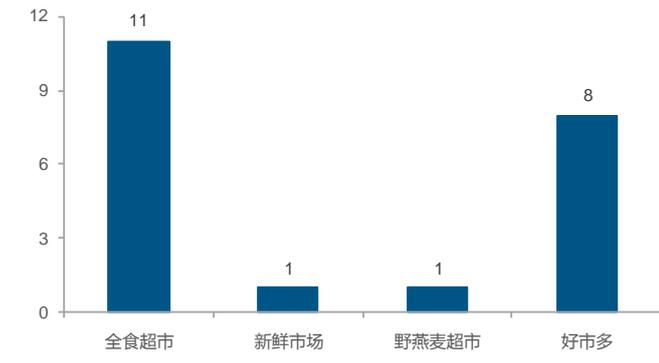


资料来源：公司年报，长江证券研究所

配送：保证配送效率，合理安排节点

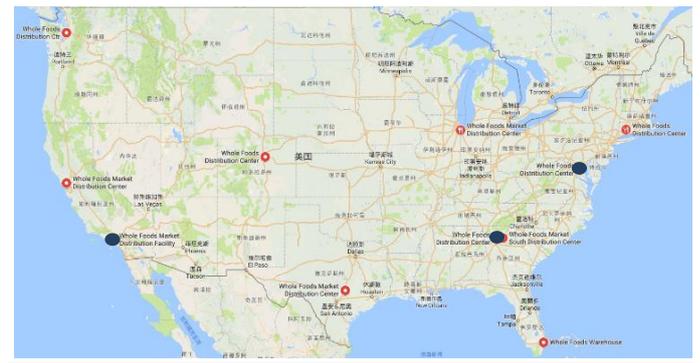
由于全食超市门店分布呈现两极分化和较分散的特性，所以在配送中心设置上如何保证效率与成本的均衡则面临较大挑战。针对门店配送物流效率的问题，全食超市将经营区域按照门店数和交通发达程度分为 11 个经营区域，并在每一区域设置一个配送中心用于集中采购的成品的储存和配送，同时针对加州、德州和纽约片区 3 个开店较密集的区域再各增设 1 个中央厨房，用于生鲜的大批量集中处理，以节省商品到店后处理的时间，同时集中处理下较大程度的节省门店分布处理的成本。

图 29：全食超市配送中心数量与同业对比



资料来源：公司年报，长江证券研究所

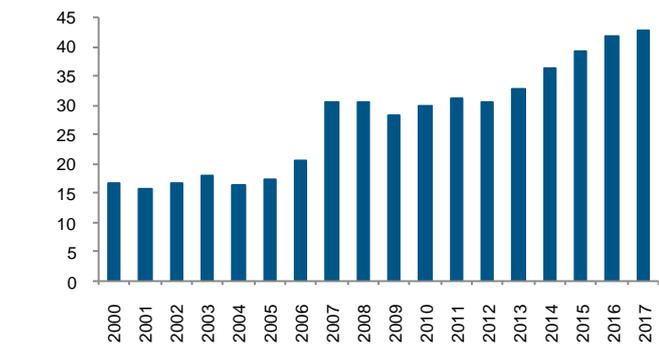
图 30：全食超市配送中心分布（蓝点为中央厨房）



资料来源：Google Map, 长江证券研究所

从全食的扩张路径来看，其每新进入一个区域，就会在该区域设置一个配送中心，全食超市的配送中心建设是和区域而非门店数量配比的，数量随着全食经营区域的划分而调整。截至目前全食每个配送中心平均支持 40 家左右门店的配送，相比于 2000 年左右提升两倍多。

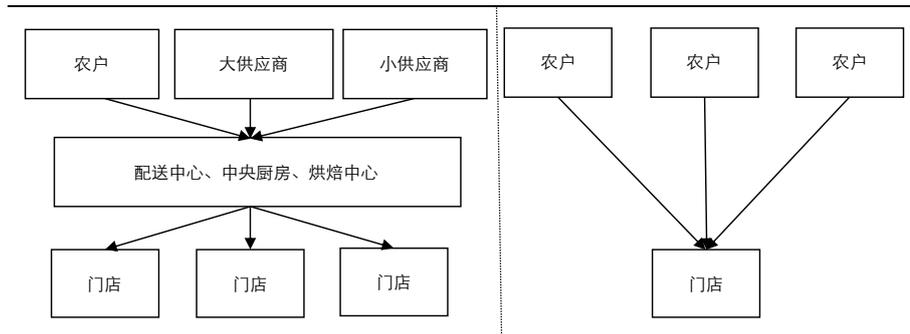
图 31：全食超市配送中心平均负担门店数



资料来源：公司年报，长江证券研究所

在此基础上，公司针对不同品类采用不同的配送方式：针对冻干食品、各种非易腐商品和开店极为密集区域的易腐商品经由配送中心统一配送至各个门店，而针对开店较为稀疏区域的生鲜商品的配送则由农户直接配送到店。针对区域内分散采购的生鲜等品类的配送，全食为了保证配送效率和成本，规定门店分散采购的商品来源必须在以门店为中心的半径 32 公里范围内（即约半个小时左右车程），采取这种方式将配送重心前移至门店，既保证与上游分散化农户的对接便利，缩短了配送时间，保证生鲜食品在最短时间内上架销售，同时避免在配送过程中存在过多损耗。

图 32：全食超市两种配送方式比较



资料来源：公司官网，长江证券研究所

门店：增强顾客粘性，完善服务体系

由于全食超市主要目标客户为高收入高文化层次人群，这部分消费者在全美消费结构中本来占比仅 27% 左右，而在美国、英国和加拿大整体人口密度较低的环境下，各个门店的辐射范围内目标消费者数量更为有限，因此更好地维护好与所覆盖区域内目标客群群体的关系则对于全食超市这类偏高端定位超市显得尤为重要，而保证服务质量则是增强客户粘性的必要措施。

全食从创立初期以来就针对目标客群的需要，力争用优质和高效的服务赢得消费者的满意。为此全食超市建立了比较详细的服务标准，力争实现消费者主要需求的最快反应。

表 5：全食超市部分服务标准一览

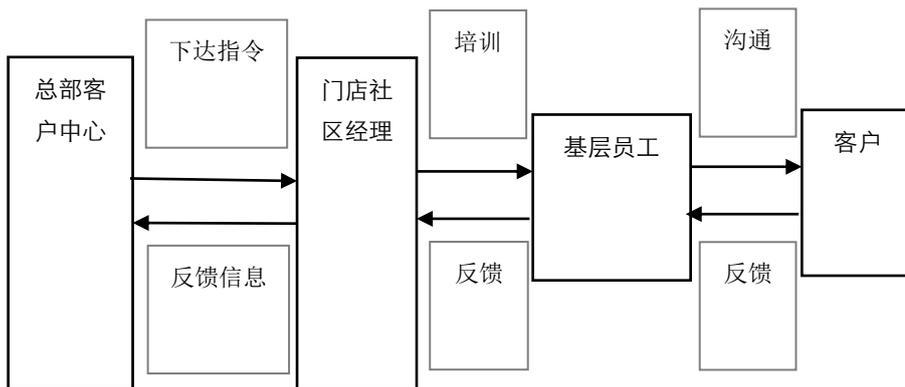
服务类型	细节项目	要求
便民服务	公交时间表	实时更新
	鲜花售卖服务	保证货源为当天
服务速度	结账速度	排队不超过15分钟
	熟食等待时间	5-10分钟
	InstaCart外送服务	10分钟内配货完成
	退货服务	质量问题立即退款
服务质量	导购服务	主动提供帮助
	问询服务	耐心解答所有问题
	收银服务	友善而有效率
硬件服务	自助停车	0等待
	店面整洁程度	无可见垃圾
	电动充电桩	2-3个充电桩且营业时间随时可用

资料来源：公司官网，yelp.com，长江证券研究所

在服务标准建立的基础上，全食还通过线上社交网络的方式以及在门店设置专员与消费者对接的反馈交流机制，以确保消费者的需求能够恰当及时的获得满足。全食在维护客户关系方面采用的是利用多种社交网络软件与客户沟通和倾听需求的方式，全食的 YouTube 和 Facebook 官方页面通常于第一时间发布有关超市的重要信息，以便客户能够在第一时间了解到超市的新动向，同时向消费者传递公司对消费者的透明态度，全食在脸书 Facebook 上的粉丝数逾 1300 万，每次信息发布都能获取不小的回应。

同时全食进一步强化门店与消费者对接节点上的反馈与关系维护，全食超市在每个门店都设立“社区经理”岗位，专门负责客户关系的管理与维护，主要负责客户意见的听取与处理，并将信息反馈给公司总部。同时公司每位基层员工都有类似于“对口”的机制，即每位员工负责社区内的数名到数十名经常性客户，不定期向客户推送信息，同时积极听取常客的意见，这些员工都统一接受公司的训练，学习如何更好的管理社交网络账号以及如何使用社交网络与客户更好地交流和提供服务。

图 33：全食超市社交网络维持客户关系方式

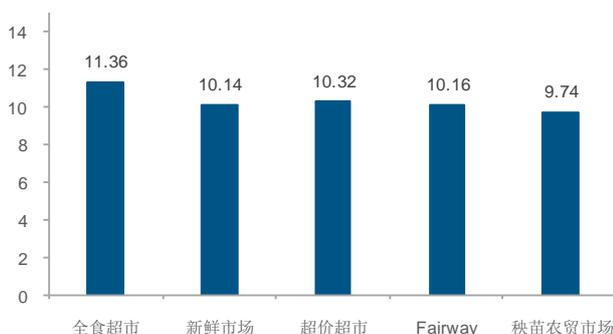


资料来源：University of Waterloo，公司官网，长江证券研究所

而门店高度分散带来的另一个问题是对于门店服务的监督管理变得相对更加困难，服务标准也无法实现高度统一，为强化管理的落实有效性，全食在员工薪酬机制上建立透明且与服务质量绑定的制度。全食超市在建立消费者服务标准的基础上提出了“薪酬透明”和“团队经营制度”，用高于市场平均水平且高度透明的工资激发员工的忠诚度，并将门店的服务质量带来的结果和员工的绩效全面挂钩。

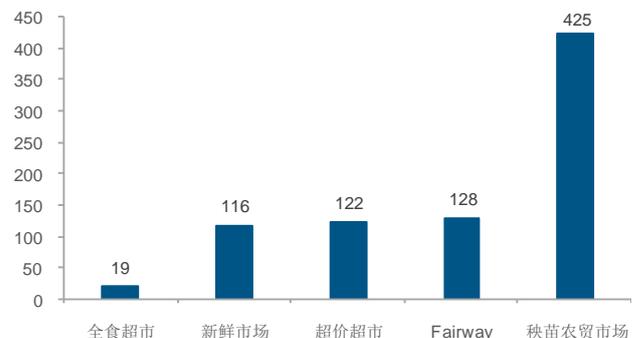
全食在员工基本薪酬方面，给集团所有员工提供高于行业竞争对手的时薪并公开所有员工和管理层的工资信息，同时最大限度保持员工和管理层之间的薪酬平衡。普通员工可获知其他任何人工资信息，如果对工资存在异议可以向上级甚至治理层提出申诉；公司规定高管工资最高不能超过普通基层员工的 19 倍，这一工资差远小于其同业竞争对手。薪酬的公开与均衡可以在很大程度上激发员工对公司的忠诚度以及提升服务品质、为公司创造价值的积极性，并保证员工更好的履行公司对服务的各项要求，甚至主动做到更好，最终使公司所有门店的服务都达到较高水平。

图 34：全食超市理货员时薪与竞争对手比较（单位：美元/小时）



资料来源：Indeed.com, glassdoor.com, 长江证券研究所

图 35：2016 年全食超市与其竞争对手高管与基层员工工资比



资料来源：salary.com, glassdoor.com, 长江证券研究所

全食超市将每个门店的所有员工都划分为一个团队，在产品陈列、人员招聘等细节决策上享有自主权，而全团队则共享收益、共担风险，且奖金与门店业绩高度相关。新入职的员工只有经过团队 2/3 以上员工同意才能度过试用期成为全食正式员工，从而杜绝了经理层级对于员工任免的干扰，保证了员工团队的质量。在每个考核期末，超过公司对团队业绩期望的团队会获取奖金，未达到业绩期望的团队会面临取消股权激励、降薪甚至辞退的惩罚手段。除业绩考核外，公司也会将每门店总销售额的 5% 归属于每个门店的销售团队。

不仅如此，全食超市还使用股权激励和业绩挂钩的方式来保障员工的服务质量。每个员工在累积到约六千工时或三年工作期限后，均会获得公司给予的一定数量的公司限售型股票，普通员工取得股权的数量平均占到每年公司所分发给内部人士股票的绝大多数。而每年公司员工可以从该股票取得的收益全部来自于公司的业绩表现所带来的分红，更激发了员工提供更好服务的积极性。

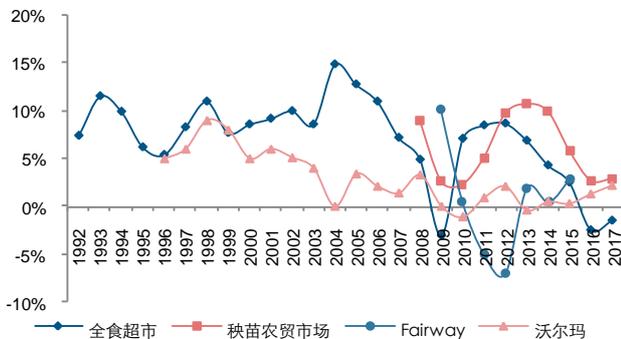
图 36：全食超市股权激励分发对象占比



资料来源：公司年报，长江证券研究所

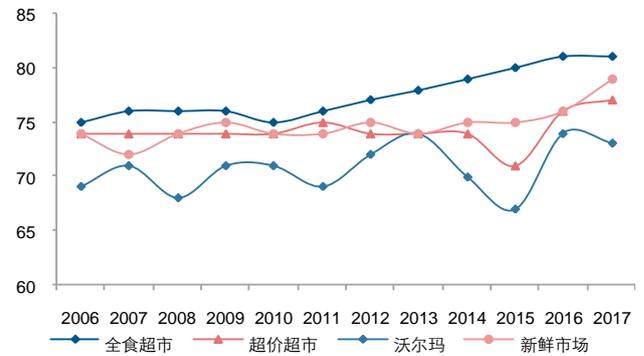
在此模式下，全食超市的所有员工均能更尽力提升服务和业绩，最终实现各门店服务的高水准。在服务标准设立和多种方式确保服务质量和落实效果的战略布局下，全食超市在较少目标客群且增量客群较少的背景下，保持了强劲的内生增长，公司人效始终高于同行，且在 2012 年以前绝大多数情况下公司保持较高的同店增长。同时，全食超市在独立第三方的消费者满意度调查中一直处于商超子行业的领先地位。

图 38：全食超市与其竞争对手同店增速对比



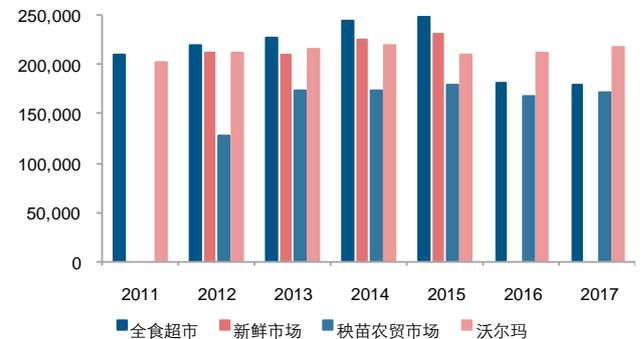
资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 37：全食超市消费者满意度居前



资料来源：ACSI 指数，长江证券研究所

图 39：全食超市与其竞争对手人效对比（单位：美元/人）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

供应链等发生在销售前端的只是满足存货周转的需要为全食的供货稳定而服务，真正能够为全食带来收益的是其目标客群粘性的提升对于销售的拉动，而全食为提升消费者黏性而采取的方式包括开发包括“Whole Foods Market”、“Engine 2”和“365 Everyday Value”等五种自有品牌，用需求细化的差异化商品吸引消费者以及创造性的推出“零售+餐饮”新业态。

图 40：全食超市差异化功能食品



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 41：全食超市熟食展示区



资料来源：联商网，长江证券研究所

首先，全食超市增加消费者黏性的一个方法是向消费者提供独特的、细化需求的产品。全食有大量的自有高端有机饮食品牌，且自有品牌的 SKU 在全食所有 SKU 中占据了相当重要的比例。除“365 Everyday Value”外均为高端品牌，定价较高，每种品牌均针对消费者的某种特殊需求：Engine 2 和 Whole Foods Market 两大品牌，前者偏重于功能性，后者偏重于特殊饮食习惯，都专注于非常细分的市场，而该细分市场其他有机超市未涉及，从而避免了平行产品竞争，并与旗下低端品牌在定位上形成了互补。

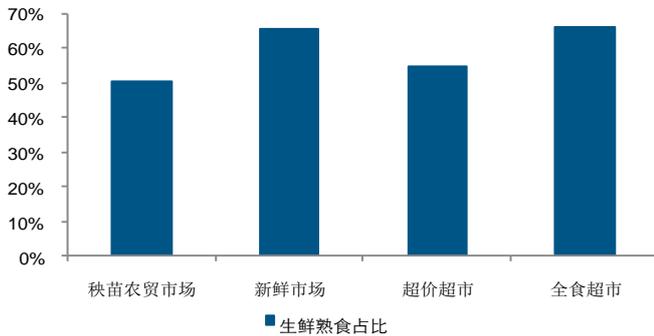
表 6：全食超市自有品牌主营产品和定位

品牌名称	品牌定位	主营类别	相对于同业竞争对手类似商品溢价
365 Everyday Value	中低端	多种类别	-30%~30%
Responsibly Farmed	中高端	高端有机肉类	20%~70%
Whole Trade Products	高端	高端有机咖啡与茶饮	50%~300%
Engine 2	高端	功能性和特殊饮食时期食品	50%~300%
Whole Foods Market	高端	高端特殊素食需求食品	100%~200%

资料来源：公司官网，长江证券研究所

全食超市提升消费者粘性的另一方法是建立独有的“零售+餐饮”。与其他有机生鲜连锁超市相比，全食超市一个很明显的不同点是其售卖的商品结构中生鲜熟食比例较高，尤其是即食性餐饮比例大大高于同业其他竞争对手，占比接近 20%，而其他生鲜超市的熟食比例较低，对收入和利润的贡献比较微小。

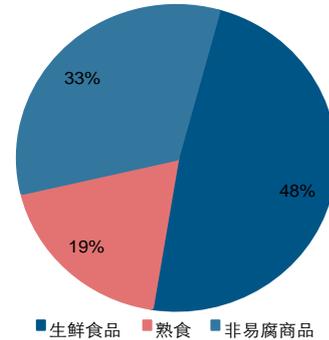
图 42: 2016 年全食超市与同业竞争对手生鲜+熟食比例比较



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

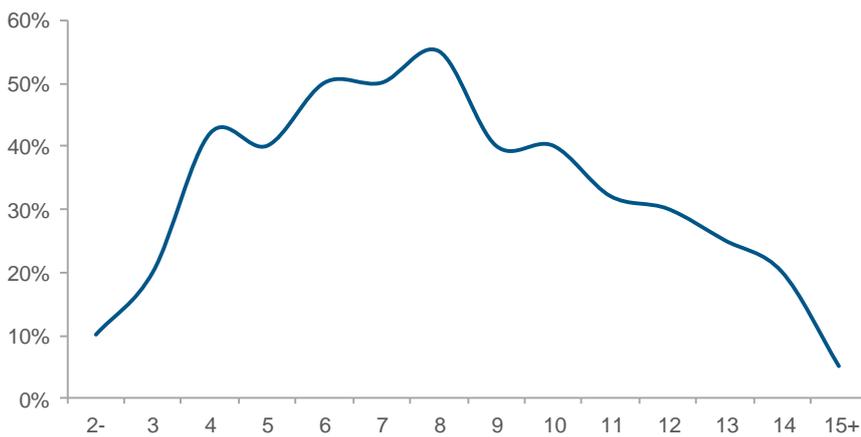
全食相对于同业更高的生鲜和熟食比例由其定位决定。对美国各收入阶层消费行为的跟踪调查显示, 相对于大众阶层, 美国中产阶级更倾向于以在外就餐的方式进行饮食消费, 尤其是速食类等“餐厅外”饮食消费, 而对于购买生鲜回去自行加工的倾向则正好相反。

图 43: 2017 年全食超市产品结构



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 44: 全美不同收入阶层愿意在外就餐的比例 (单位: 万美元/年)



资料来源: 加州大学戴维斯分校, 长江证券研究所

全食在每一家单独开辟饮食专区, 提供“有机快餐食品”。在饮食区, 全食超市提供已经制作完成的即食熟食和成品饭菜等, 主要有沙拉、热菜、汤等副食和披萨、面包等主食, 顾客也可以仿照超市购物的模式, 自己在超市挑选好生鲜食品, 再拿到餐饮区交给厨师制作, 等待一定的时间后再享用成品。另外, 在某些门店, 全食超市还与星巴克达成战略合作协议, 邀请星巴克入驻餐厅饮食区, 以满足不同时间段、不同年龄段消费者和不同饮食偏好的需要。与通常超市为内核的购物中心运用“零售带动餐饮”的模式不同, 全食使用这一模式是典型的“餐饮带动零售”, 通过消费者到店就餐为消费者提供其他零售商无法提供的购物体验, 增加客户粘性, 使消费者愿意承担一部分溢价以享受全食超市的服务。

图 45: 全食超市餐饮制作区



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 46: 全食超市就餐区



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

市场高度分散，收购开拓格局

在 70-80 年代有机生鲜行业迸发期，行业集中度相对较低，且由于受限于供应链和管理能力均以小型单体超市运营为主，而随着全食超市在德州奠定一定基础，且运营模式走通后，全食超市开始启动外延并购，且秉持着先发达地区，后农业省的并购扩展思路，全食以并购扩张的方式从创立初期一直延续到了现在，截至 2016 年 9 月底全食超市总门店数达 456 家，其中并购整合而来的门店达到 206 家。

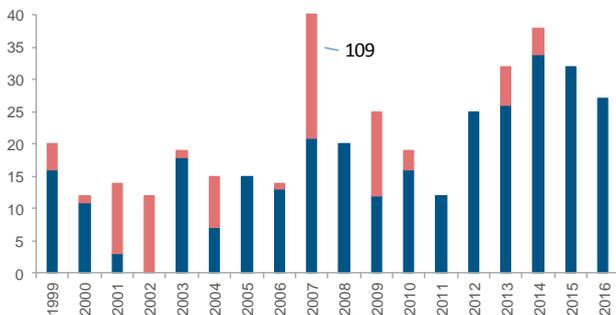
在全食以并购拓规模的历程中，主要实现拓区域与拓品类两方面的战略意图，具体而言：

拓区域方面：1988 年前的经营初期，全食超市专注于本土发展，主要以整合周边区域性超市为主，门店数量相对较少，但均与城市周边的供应商存在良好的合作关系；1988 年后，全食主要专注全国市场的扩展，倾向于收购在区域内具备较强竞争力，客群基础稳固的有机连锁超市。

拓品类方面：全食超市会选择具备非常独特产品基础的小型超市，以较快的丰富全食的产品结构，如 1992 年收购的 Bread & Circus 是美国东北部地区最大的天然食品零售商，而 Allegro Coffee 和 Merchant of Vino 虽分别只拥有 2 家店，但分别拥有全食超市不具备的有机咖啡供应基地与有机酒类酿造基地。

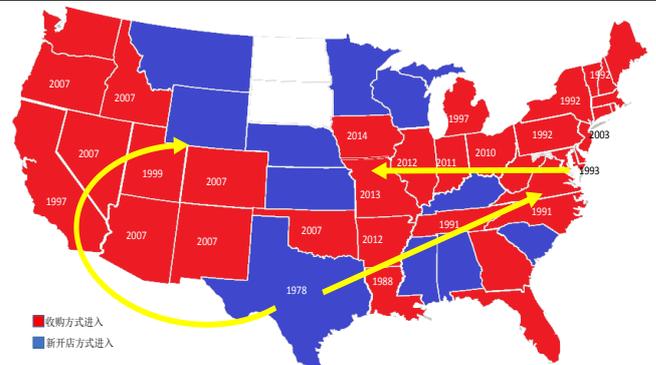
总体来看，全食的收购对象多为在某一州或某个大中型城市经营较持久，经营状况良好，具备一定忠实客户群体的区域生鲜龙头。

图 47: 全食超市历年新开与收购店面数比较(蓝色为新开，红色为收购)



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 48: 全食超市区域扩张方式及扩张路径



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

表 7：全食超市购并店面一览表

购并年份	被合并公司名称	被合并店面数量	主营区域	区域市场地位
1978	Safer Way (初创名称)	1	德克萨斯奥斯汀	N/A
1980	Clarksville	1	德克萨斯奥斯汀	N/A
1984	N/A	3	休斯顿	N/A
1986	N/A	3	达拉斯	N/A
1988	Whole Food Company	2	路易斯安那	路易斯安那第一
1991	Wellspring	2	北卡罗来纳	北卡第一
1992	Bread & Circus	6	美国东北部	东北部第一
1993	Mrs.Gooch's	7	纽约	纽约第一
1996	Fresh Fields	22	美国东部	东部第二
1997	Granary Market	1	加州蒙特利	蒙特利唯一有机超市
1997	Bread of Life	2	佛罗里达	N/A
1997	Allegro Coffee	2	科罗拉多	科罗拉多第一
1997	Merchant of Vino	2	底特律及周边	底特律第一
1999	Nature's Heartland	4	波士顿及周边	波士顿第一
2000	Food for Thought	1	加利福尼亚	北加州第一
2001	Harry's Farmers Market	3	亚特兰大及周边	亚特兰大第一
2003	Select Fish	1	波士顿	波士顿海产品第一
2004	Fresh & Wild	7	英国	英国第一
2006	N/A	1	缅因州波特兰	波特兰唯一有机超市
2007	Wild Oats	109	美国西部	全国第二
2009	N/A	13	美国中部	N/A
2010	N/A	3	巩固现有区域	N/A
2013	N/A	6	巩固现有区域	N/A
2014	N/A	4	巩固现有区域	N/A

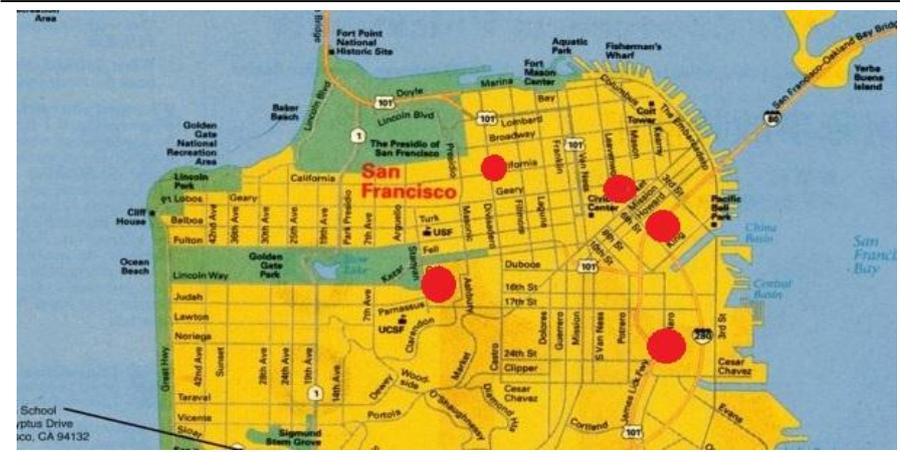
资料来源：公司年报，公司官网，纽约时报，长江证券研究所

打入成熟社区，整合实现快速收编

90 年代以后，有机生鲜市场的竞争格局基本稳定，各个区域已经形成了具备市场优势地位的地方性区域龙头。而全食的定位决定了其需要将门店开设在高端社区核心地带以保证稳定的客流，而高端社区通常配套及周边规划较完善，新的商业难以新进入，而全食超市如需要开拓新增市场则必须通过整合方式。

以旧金山为例，旧金山上城区（Uptown）是旧金山富裕阶层的聚居区，城区在 1989 年旧金山大地震后重建并对商业区、居民区和城市休闲区域做出了非常详细的规划，基础设施建设非常完善，生活配套齐全，坐落着包括旧金山联合广场、唐人街在内的多个知名高端街区，而 90 年代加州区域的中型有机食品零售商 Fresh Fields 在重建后就已经赶在全食进军加州市场前抢占了多个商超点位，基本锁定了加州所有高端社区，到 1996 年全食准备进入加州区域时，已经没有符合全食超市选址条件的不动产可供选择，而收购 Fresh Fields 则可以获取其在包括旧金山在内的多个选址符合要求的门店。

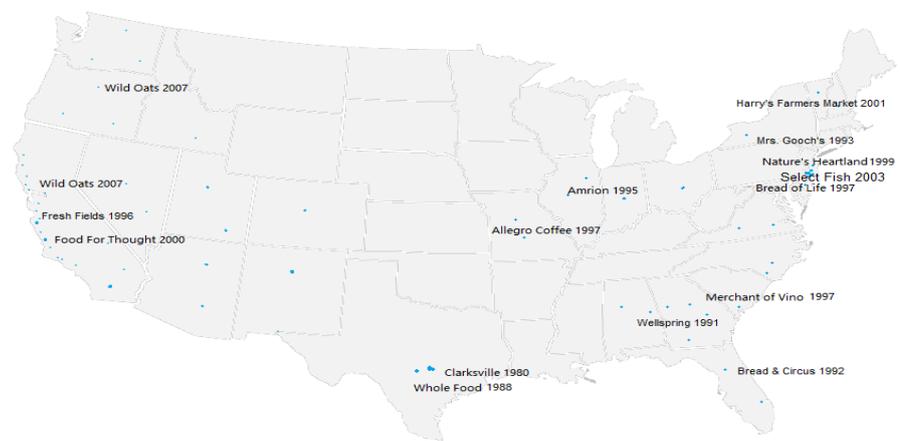
图 49：90 年代旧金山上城区 Fresh Fields 超市分布



资料来源：旧金山市政府，长江证券研究所

就全国市场拓展来看，全食超市以收购方式进行的市場开拓主要集中于成熟社区市场。收购的门店多位于东岸和西岸及中西部重工业州等经济相对发达的地区，在全食试图进入新区域时，经济相对发达的地区早已有区域龙头占据有利选址，而全食在同期收购区域中型连锁有机商超的方式则可以比较容易的获取紧贴其目标客群的店面。收购也可以帮助全食超市获取富有经验的员工，全食只需进行很少的教育就可以转换为全食的员工，减少了全食超市为进入新区域而需要额外付出的招募与培训员工的成本。

图 50：全食所收购中型有机商超收购年份与分布（蓝点为门店）



资料来源：公司官网，公司年报，长江证券研究所

供应商较分散，协同价优锁定关系

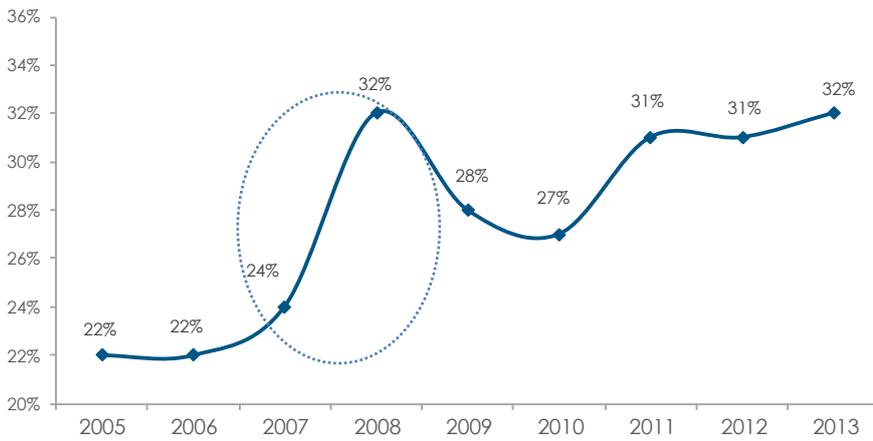
全食超市在进入新区域以及在进入新区域后大规模收购的另一个原因是获取上游供应链的需要。有机市场行业上游商品供应商较分散，呈现小型化和本地化的特征，同时在美国 90 年代广泛存在的本地有机商超已经与当地农户建立了较为稳定的关系。作为市场开拓者在进入新区域时，全食超市在较快的建立本地化的且稳定的供应链关系过程中，更多的选择收购整合的方式。

全食超市在收购之后均实现了对原有供应链的继承和发展。收购后，全食超市无需为自己的分散采购策略再次联络本地供应商，而可以视情况选择继续沿用，省去了重新建设

供应链的成本，同时，全食超市也可以通过收购与更广泛的大小供应商建立联系，增加其供应链的应对供应环境变化的弹性。

通过区域收购整合，全食超市实现扩大共同供应商采购量来获取较大的议价能力。以全食超市 2007 年收购野燕麦超市为例，全食超市与野燕麦超市拥有共同的供应商—联合天然食品公司，完成并购整合后全食超市对联合天然食品公司的采购比例大幅提升并长期稳定在 30%左右，且议价能力大大加强，获得了更优惠的采购价格，较好的实现与被并购公司的协同采购。

图 51：全食超市与野燕麦超市采购联合天然食品公司比例（2005-2013）

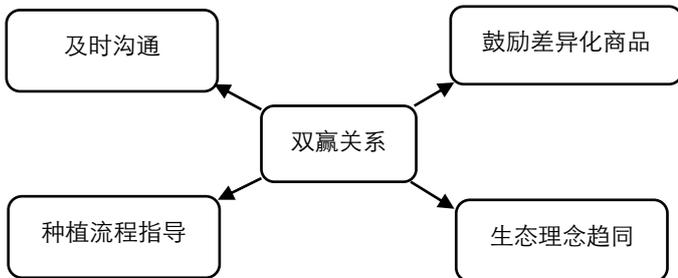


资料来源：EDGAR，长江证券研究所

以收购方式获得广泛供应商后，稳固其与供应商的关系是全食超市实现稳定扩张的关键。全食超市将其和供应商保持的关系称作“面向未来的双赢伙伴关系”，在与供应商合作过程中，全食超市站在供应商的角度给予了其更大的支持和更优惠的采购条件：

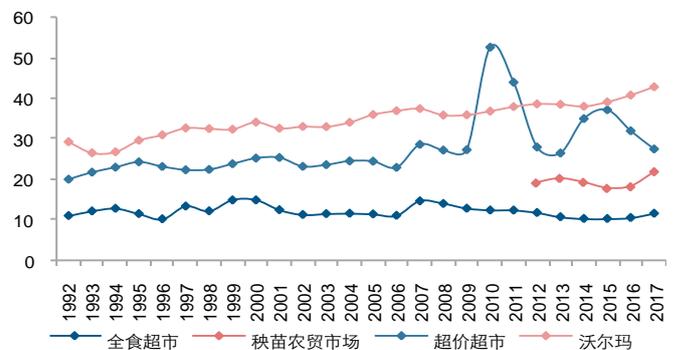
- 1) 在生产方面深入上游提供给供应商最大的技术支持，在种植期间供应商可以得到生产指导和技术支持，优化生产环节，以降低生产成本和加快生产进度；
- 2) 采用包销政策降低供应商订单的不确定性，全食的订货数量会随季节性波动，但其通常采取促销或短期更改产品结构的方式实现对农户提供的产品订单的保障；
- 3) 全食超市采用更快的付款方式缓解供应商的资金占用，快速地结清与供应商之间的款项，使得供应商更愿意与全食超市继续合作，与同行相比全食超市的应付账款周转天数显著较低。

图 52：全食超市供应商管理理念



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 53：全食超市应付账款周转天数与同业对比（单位：天）



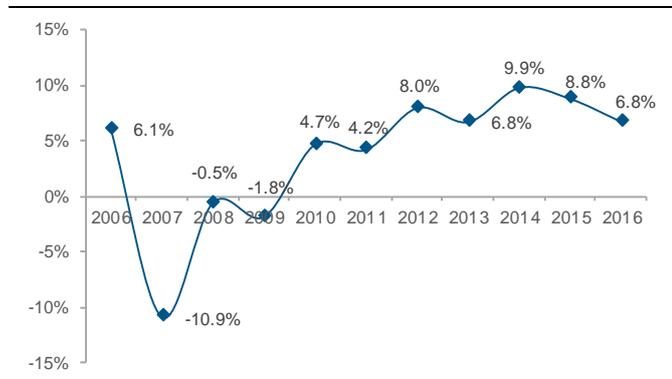
资料来源：公司年报，长江证券研究所

增长面临瓶颈，变革拓新市场

有机食品市场定位偏高端，消费群体相对有限，2010 年左右以全食超市为代表的主要中高端有机食品连锁超市都面临同店增长放缓的问题：一方面有机超市对于社区的覆盖率已经较高，原有客群可供挖掘的潜力已相对有限；另一方面消费者的结构和需求由于“千禧一代”的接棒已出现较大变化。针对面临的困境，全食超市开设了新业态“全食 365”超市满足新崛起的消费需求、拟与亚马逊线上合作提升分散市场的覆盖能力。

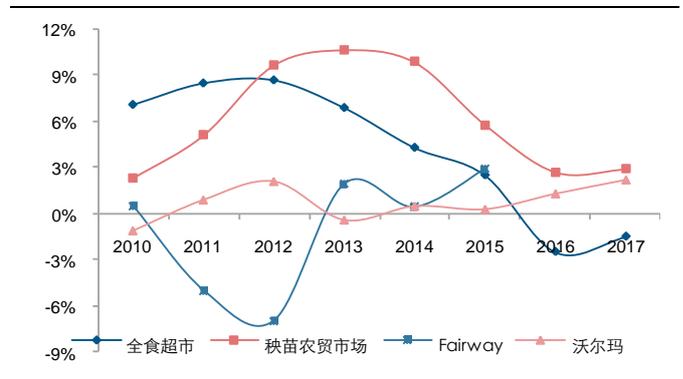
在经历多年的高增长后，全食超市市场渗透率达到较高点，2014 年以来全食超市开店节奏放缓，净开店数量增速下降至 2016 年的 6.8%，与此同时，全食超市以及行业内其他有机生鲜龙头超市同店增长均开始放缓，市场开拓与内生增长均面临压力。

图 54：全食超市开店同比增长率



资料来源：公司年报，长江证券研究所

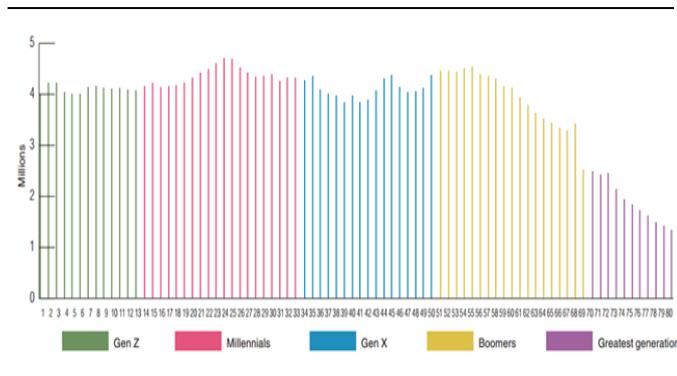
图 55：全食超市及其竞争对手同店增长率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

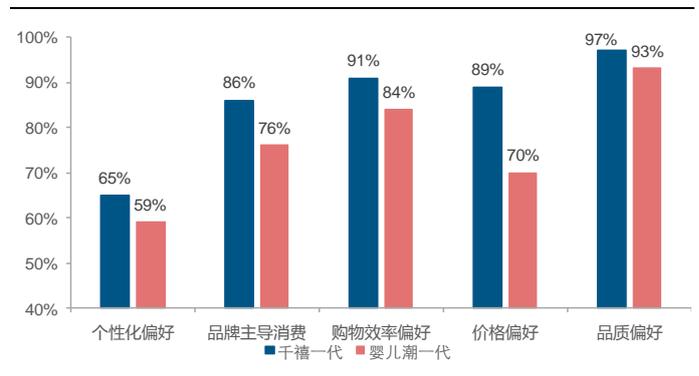
从宏观来看，2007 年至今，美国经济呈现震荡态势，居民消费能力有所下滑。同时 2010 年以来，1985 年及以后出生的“千禧一代”已逐步成为全美的消费主力，而主流客群的变化也对有机食品消费产生了一定的影响：一方面根据美国年轻人财务稳健报告，千禧一代收入较婴儿潮时期整体消费购买力有所下降；另一方面美国千禧一代的消费习惯和消费偏好也体现出与婴儿潮一代的明显不同，根据尼尔森调查表明千禧一代更注重产品性价比，品牌意识更强且对个性化产品的好感度高。

图 56：美国千禧一代（红色部分）已占人口很大比例（2014 年）



资料来源：美国人口普查局，长江证券研究所

图 57：美国千禧一代与婴儿潮一代消费特点对比



资料来源：尼尔森，长江证券研究所

推高性价比业态，满足新兴需求

为迎合市场的变化全食超市进行了品牌线的改革，推出“全食 365”副牌超市。全食 365 连锁超市店面仅为 2600 平方米，定位为小巧精致的有机商超，主打价格相对低廉的有

机食品，并精简 SKU，提升顾客的选择和购物效率，试图通过精选极具性价比的商品迎合美国新世代的需求，受到年轻一代的欢迎。全食 365 的推出很好的与原全食超市形成市场互补，前者以中低端市场为主，后者以高端市场为主，定位上的错位不仅使全食 365 避免了和全食超市的正面竞争，同时也使得全食超市整体的客群得到了显著的扩充。

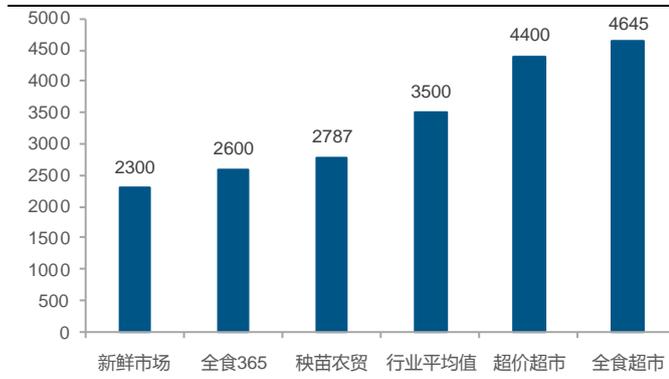
图 58：“全食 365”超市门店外景



资料来源：公司年报，长江证券研究所

选址方面，全食 365 与包括全食超市在内的其他有机超市选址逻辑存在差异。全食超市或其他生鲜超市一般偏好将超市开设在消费者居住密集的区域，保证客群的充足和目标人群购物的便利性。但全食 365 选择将超市开设在商业较为集中的地带，主要集聚城市中年轻人光顾，以全食 365 洛杉矶市门店为例，其门店位于该市中青年人经常光顾休闲的银湖水库区域，距离好莱坞大道不足 2 公里，且商业配套齐全。

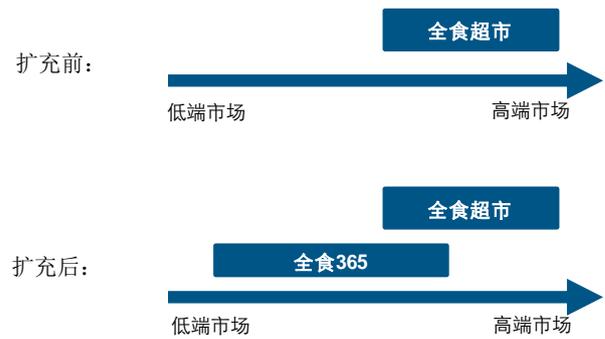
图 60：2016 年“全食 365”超市店面面积对比（单位：平方米）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

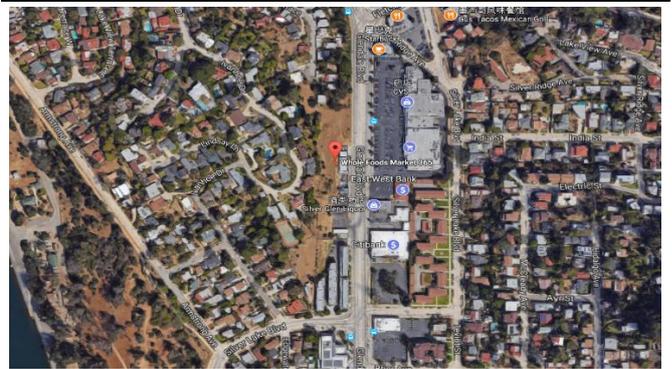
品类方面，全食 365 超市着力进行 SKU 精简，且约 70% 的商品为自有品牌，主要为具备性价比的“365 Everyday Value”子品牌，其中非易腐商品全部为自有品牌，自有商品占比远高于同业其他竞争者。中低端定位、主打性价比的“365 Everyday Value”品牌迎合了新一代消费者对于高性价比商品的偏好，全食 365 的很多商品都直接对标业内的性价比商超如 TraderJoe’s 或 Target。

图 59：全食超市扩充后品牌线



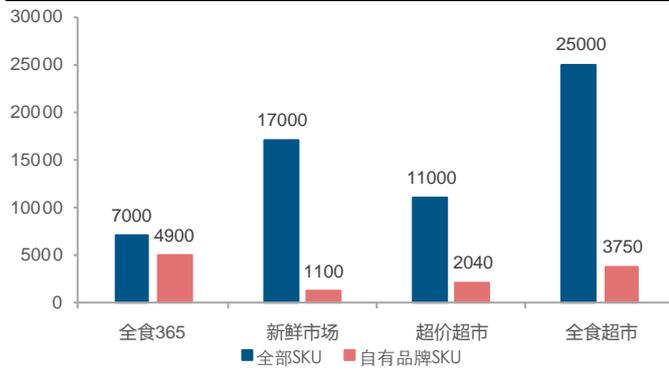
资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 61：“全食 365”洛杉矶门店位置（红点处）



资料来源：洛杉矶时报，公司年报，长江证券研究所

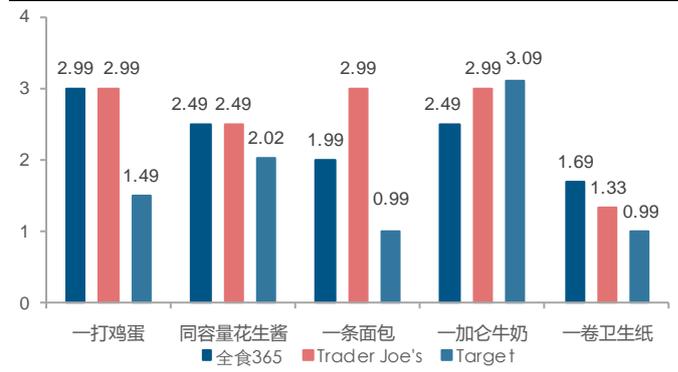
图 62：2016 年“全食 365”全部及自有品牌 SKU 与同业对比



资料来源：公司年报，长江证券研究所

服务方面，全食 365 相对于传统全食超市做出了多项变革：针对新生代消费者对购物效率的追求，在全食 365 超市里更多引入电子技术的应用，比如针对小额支付提供方便快捷的自助结算服务，只要顾客有信用卡或 Apple Pay 等便捷支付方式就可以自助付款；针对新生代消费者对于饮食便利性的高要求，全食 365 相对传统全食超市更加注重熟食部分，将其设置在超市最显眼的中心区域；且在熟食区域，全食超市提供自助点餐服务，顾客可以先点餐后取餐，确保熟食新鲜的同时大大减少沟通时间和人力成本。

图 63：2016 年“全食 365”超市价格与同业对比（美元/公斤）



资料来源：洛杉矶时报，长江证券研究所

图 64：“全食 365”超市店内自助结算设备



资料来源：洛杉矶时报，长江证券研究所

图 65：“全食 365”超市店内自助点餐设备



资料来源：洛杉矶时报，长江证券研究所

表 8：全食 365 与全食超市服务部分异同点

服务类型	全食365	全食超市
点取餐（慢餐）	仅供应沙拉与咖啡，5-10分钟等待	人工点餐，5-10分钟等待
点取餐（快餐）	自助取餐，自助称重	人工点餐
自助结账	有	无
结账速度	排队不超过15分钟	排队不超过15分钟
支付方式	现金，Apple Pay，Visa	现金，Apple Pay，Visa
自助停车	短时等待但车位更多	0等待
外送服务	10分钟内配货完成	10分钟内配货完成
宠物寄存	可免费寄存	无

资料来源：YouTube，Yelp.com，长江证券研究所

拟与亚马逊合作，深挖分散市场

电商巨头亚马逊 2017 年 6 月 16 日宣布,拟以每股 42 美元的价格收购全食超市(Whole Foods Market),较 6 月 15 日全食超市收盘溢价 27%,交易总额达到 137 亿美元。通过收购实现二者的业务融合,以打开新的市场:从亚马逊的角度来看,其收购动机主要在于亚马逊与全食超市的用户群体定位相似,且全食超市具备较强的线下网点基础,或将与亚马逊共同且高效的开拓生鲜电商市场;从全食超市而言,与亚马逊的联合可以通过线上的方式解决其原有超市对目标客群聚集区渗透率较高的现实,可采用线上且通过配送的办法拓展相对零散的目标客户群。

首先,亚马逊或将利用全食超市线下网点基础进一步开拓生鲜电商市场。亚马逊旗下的 AmazonFresh 已经在线上运营多年,其战略构想是将生鲜市场扩充至全美,但迄今为止受限于生鲜供应链和配送效率等问题,市场主要还局限于西雅图地区,而收购全食后,其客群定位及分布与全食有较大的重合,全食的门店或将成为 Amazon Fresh 的前端配送点,亚马逊将以更高效率扩充其业务至其他市场,从而打开业务空间。

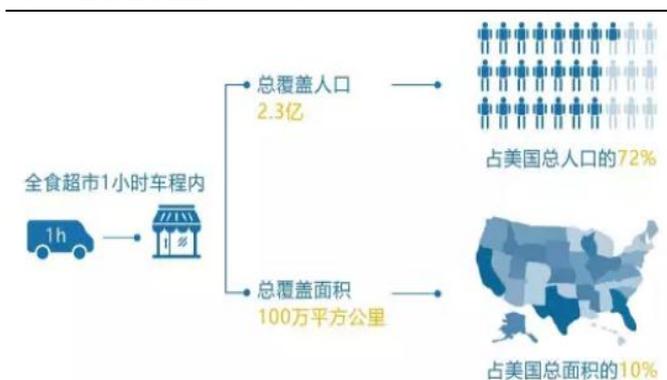
表 9: 全食经营特点与亚马逊战略规划对比

	全食超市现状	亚马逊战略规划
针对客群	中产阶级和高收入群体	收入偏高人群
门店分布	覆盖全美大中型城市	计划覆盖全美大中型城市
主营业务	有机生鲜食品	进入生鲜销售领域
市场地位	有机生鲜市场领导者	拟取得有机生鲜主导地位
供应链	覆盖全美的高效供应链	拟建设遍布全美的生鲜物流

资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

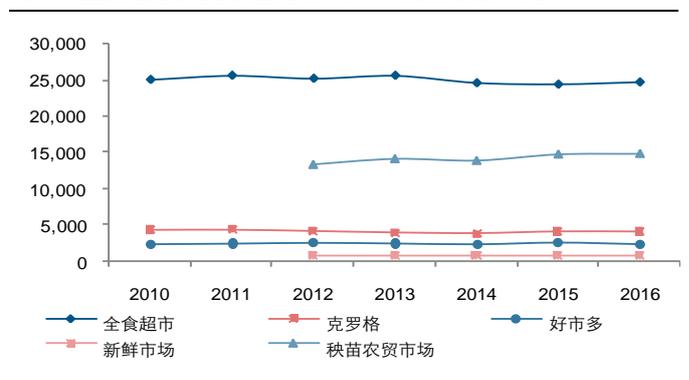
从全食超市的角度来看,拓展线上能够提高全食对目标人群的渗透,利于全食进一步对其他分散居住的中产阶级客群的挖掘和把握,同时降低整体运营成本。如前所述,进入 2010 年以后以全食为代表的有机生鲜市场开始面临门店覆盖渗透率较高的问题,但由于全食超市前期以开设实体门店的方式覆盖市场中,为考虑门店运营成本和客群基础,主要覆盖的是目标客户群居住较为密集的高端社区附近,而市场依然存在散落的其他对有机生鲜有需求的客户,如继续采用门店方式去拓展则无法保证客流且门店租金及其他运营成本较高,而如全食与亚马逊实现联合,全食或将借助亚马逊的线上优势,进一步对其他区域零散目标人群的渗透,且通过线上模式可以缓解全食超市高企的租金。

图 66: 全食超市覆盖人口及面积



资料来源: 谱次元数据, 长江证券研究所

图 67: 全食与竞争对手租金对比 (单位: 美元/平方米/月)



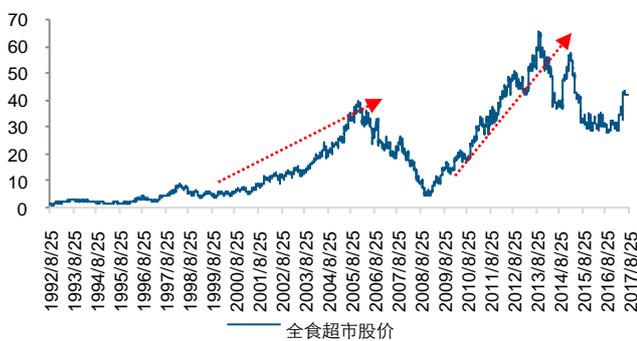
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

估值：单店经营效率决定估值溢价

全食超市从 1993 年上市至今，公司共经历了两个重要阶段：1) 1994 年-2004 年，公司处于全国扩张和抢占市场时期，公司通过在全国范围内的收购和新开门店的方式将业务在数年内迅速扩展至全美绝大多数大中型城市；2) 2004 年至今，公司开始积极拓展海外市场，同时继续在国内收购或开设更多门店，实现区域全覆盖的同时增加在高端社区布局的密度。

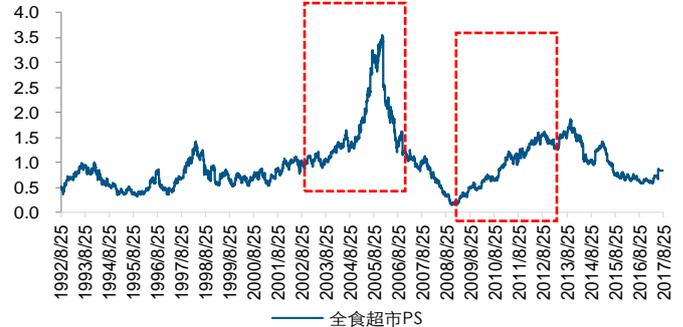
从公司股市表现看，公司股价出现过两阶段趋势大幅上涨：2002-2006 年公司股价涨幅达 232%，2009 年至 2013 年末涨幅达到 1148%；从相对涨幅看，公司 2002-2006 年和 2009-2013 年的涨幅均优于其同业竞争对手。

图 68：全食超市股价走势图



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

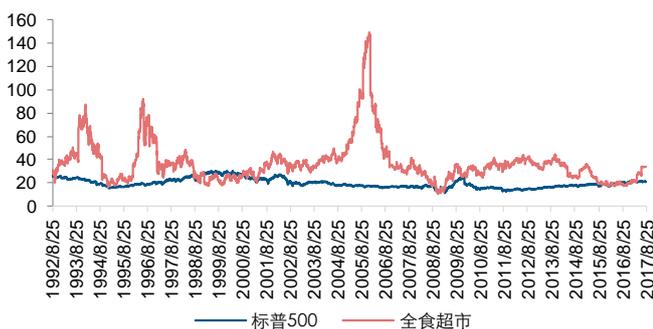
图 69：全食超市 PS 估值水平



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

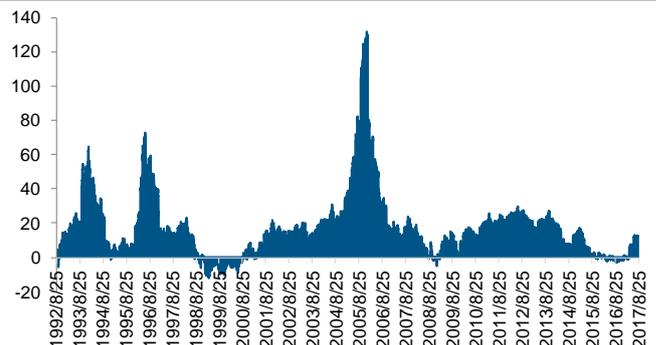
历史估值来看，全食超市历史平均 PE 为 36 倍，PE 中位数为 33 倍，平均 PS 为 0.96 倍，PS 中位数为 0.84 倍，其中 2002-2006 年公司 PE 处于大幅攀升的阶段，平均为 52.77 倍，相对市场平均溢价 173%，2009-2013 年公司估值远高于市场平均估值水平，估值从 10 倍提升至 40 倍左右，相对标普 500 溢价 208%，平均 PE 在 25 倍左右。

图 70：全食超市与标普 500 指数 PE 估值水平



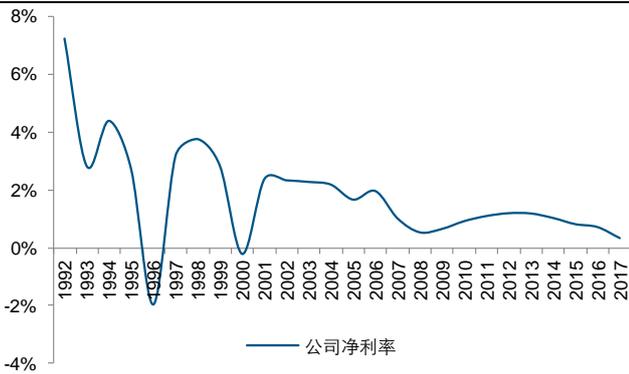
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 71：全食超市相对标普 500 估值溢价 (%)

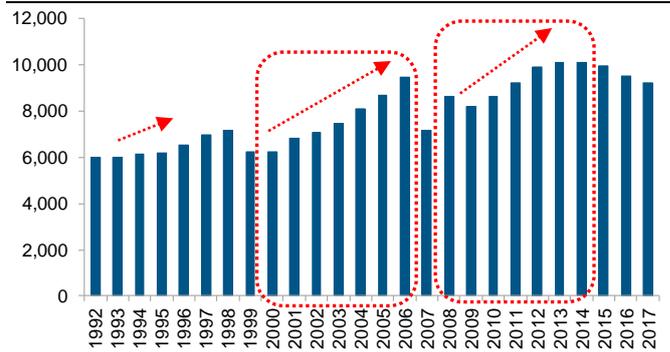


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

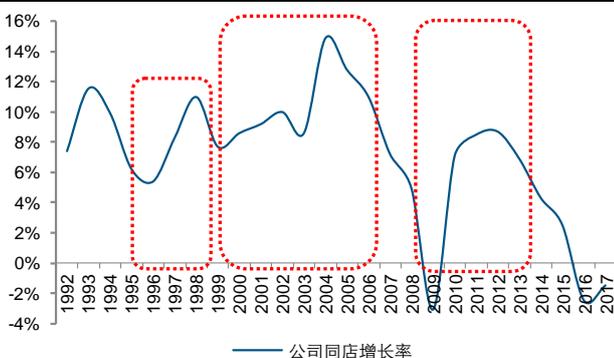
回顾公司经营指标发现，公司股价及估值大幅上升的两个阶段，均发生在公司单店效益大幅提升的阶段：1) 2002-2006 年公司坪效从 7066 美元/平米到 9464 美元/平米，大幅提升 2398 美元/平米，公司同店增速从 10% 提升至最高达到 14.9%，单店利润从 62.6 万美元提升至 109.6 万美元；2) 2009-2013 年公司坪效从 8182 美元/平米提升至 10090 美元/平米，同店增速从 -3.1% 提升至最高达到 8.7%，单店利润从 51.7 万美元提升至 152.2 万美元。

图 72：全食超市公司净利润率水平


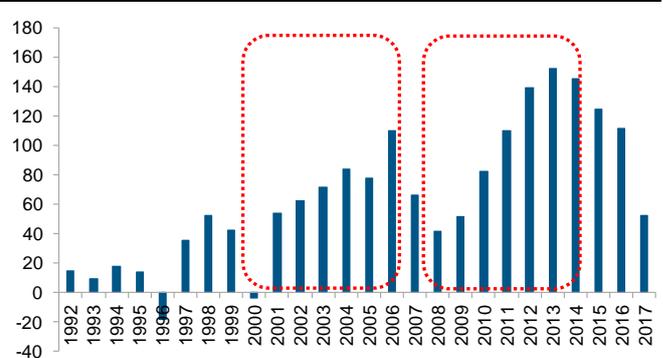
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 73：全食超市历史坪效水平（单位：美元/平米）


资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 74：全食超市历史同店增长率


资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 75：全食超市历史单店净利润（单位：万美元）


资料来源：公司年报，长江证券研究所

总体而言，在同店、坪效、单店净利润等单店经营指标较优的两个阶段，公司股价均出现趋势性的大幅上涨。由此可见，作为定位有机食材的高端生鲜超市，因其所定位市场为相对高收入群体，网点相对分散，难以发挥较强的规模效应，不同于品类结构同质化标准化程度的连锁型超市的核心在于规模拓展，进而实现向上游的溢价力与成本的规模经济从而实现价值最大化，高端生鲜超市的价值主要体现在如何通过精细化运营保障单店来店客数、复购率与客单价，即如何提升单店经营效益方面。

映射：重点关注供应链优势突出的龙头生鲜超市

从全食超市的成长历程来看，其对于门店选址、生鲜采购、配送以及门店终端运营等全流程环节均有较严苛的要求，且生鲜采购与配送是对高端生鲜超市品质保障的前提，也是公司能够持续运营的支撑。由此可见，对于高端生鲜超市而言，需具有较强的生鲜供应链支持才能够获得持续长期的发展，从而实现市场的规模提升。基于此我们重点推荐具有较强生鲜供应链独特优势且积极拓展品质生鲜超市市场的龙头永辉超市和家家悦，其中：

永辉超市：1) 云超稳定，短期受自身红标转绿标效果进入收获后期、部分创新超市业态在资本支持下加入竞争影响，阶段性承压，但生鲜管理优势仍持续保持，有望随着自身商品结构持续调整及资本盈利要求提升后迎来持续稳定增长；**2) 云创调整**，需求前

景向好，初始布局阶段存在供应链与区域物业成本居高的问题，随公司模式持续优化正迎来毛利率与日销的改善；**3) 前景向好：**中期来看预计公司 2018-2020 年主业绩复合增速仍保持 25%-30% 的较高速增长，长期来看公司为国内生鲜超市跨区域标准化管理标杆，调整后长期发展仍具备较强的竞争力，发展前景向好。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.17/0.26/0.39 元/股，对应 PE 为 44 倍、29 倍、19 倍，维持“买入”评级。

家家悦：1) 基础夯实，公司深耕胶东区域，具有扎实的生鲜供应链基础和标准化门店管理能力，仓储体系完备，在胶东区域持续保持市场领先优势；**2) 竭力外扩，**在胶东区域及运营能力基础上，公司加快对山东省内重点区域的渗透布局，首选济南与青岛区域，并整合青岛维客，上半年开业门店超 10 家，望打开山东省内扩张步伐，实现翻倍以上扩容空间；**3) 优异业绩，**在公司业务扩张同时强调内生效益优化，力推门店商品结构优化与合伙人机制，实现济南、青岛等区域扭亏，整体同店与利润实现高增长。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.85/1.04 /1.26 元/股，对应 PE 为 24 倍、19 倍、16 倍，维持“买入”评级。

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度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-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。

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）

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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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。