

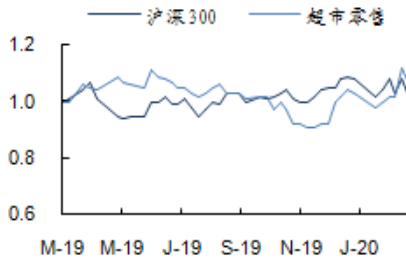
超市零售

超配

生鲜行业系列之生鲜电商专题

2020年03月20日

一年该行业与沪深300走势比较



行业专题

行业需求趁势而起，紧抓供应链胜负手

相关研究报告:

《沃尔玛专题研究(下篇):蓄势腾飞,超市龙头正当时》——2018-09-03
 《沃尔玛专题研究(上篇):探索零售巨头成长基因》——2018-08-28
 《零售春节数据解读:品质消费驱动增长,新零售时代下的首次春节考验》——2018-02-26
 《行业快评:CPI上行预期强烈,建议关注超市板块》——2018-01-18

证券分析师:张峻豪

电话: 0755-22940141
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师:曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

联系人:冯思捷

电话: 15219481534
 E-MAIL: fengsijie@guosen.com

● 行业概述: 背靠万亿生鲜市场, 电商蓝海大浪淘沙

生鲜电商是指利用互联网平台展销, 将生鲜产品通过自建物流或第三方物流方式配送给终端消费者的交易模式。背靠生鲜行业的万亿级别市场体量, 生鲜电商近年来发展迅猛, 2018年零售规模达到2424亿元, 过去五年复合增速高达66.70%, 但整体来看, 受制于前期获客引流以及供应链建设两大痛点, 生鲜电商行业渗透率目前仍仅为4.9%, 空间依旧广阔。未来随着年青客群线上消费习惯养成, 线上交易系统、物流配送、大数据等技术的完善, 行业整体未来增长有望进一步加速。

● 格局变化: 洗牌中成长, 三种主流模式并存

虽然生鲜电商一直以来都是企业布局热点, 但目前仍未产生成熟完整可复制的盈利模式, 16年全国生鲜电商仅1%盈利。随着近两年盈利能力较差企业的陆续出局, 市场有望加速向龙头集中。具体来看, 目前市场上主要形成了三种主流生鲜电商模式, 包括店仓一体化的生鲜O2O, 代表企业盒马鲜生、永辉生活等; 以专注生鲜品类和前置仓为特色的垂直电商模式, 代表企业每日优鲜、叮咚买菜等; 以及天然享有流量优势加持的综合电商平台下的生鲜频道, 代表企业有天猫超市、京东生鲜等。

● 长期胜负手: 回归产品力, 深耕供应链

长期来看, 生鲜企业只有回归产品, 深耕供应链, 才能树立真正壁垒。而生鲜产业链跨度较长, 且产品的及时性和非标性特征使其在保鲜、储藏与运输过程中规模化统筹难度较大, 最终导致成本高、损耗高、加价高。因此企业必须分别在采购端打造出符合市场需求的弹性采购能力并建立稳定的供应渠道; 物流端加大对冷链运输的布局力度; 仓储配送端加码前置仓等创新模式, 并积极利用大数据赋能, 提高配送效率。最终逐步搭建高效的供应链体系, 改善企业盈利能力, 实现长期健康发展。

● 投资建议: 建议关注商超龙头永辉、家家悦及电商龙头阿里

总结来看, 短期“新冠”疫情催生了生鲜电商行业需求的井喷, 用户线上消费习惯有望得到培养, 进而行业整体实现进一步发展, 但同时也对于企业供应链能力提出了较大考验, 疫情过后, 具备较强运营能力的龙头公司有望同时受益需求提振及集中度提升趋势。对此我们首先推荐深耕生鲜多年拥有优秀的供应链管理经验的, 产品丰富度高并通过打造线上线下一体化的购物生态吸引客流的商超龙头, 重点推荐永辉超市、家家悦。其次, 建议关注天然享有流量优势, 依托高效搭建的物流配送体系, 并拥有盒马鲜生这一线上线下一体化融合业态的电商龙头阿里巴巴。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601933	永辉超市	买入	9.50	90,919.39	0.24	0.32	39.58	29.69
603708	家家悦	买入	28.00	17,035.20	0.83	0.99	33.73	28.28
09988	阿里巴巴-SW	买入	174.00	3,748,487.41	5.78	5.23	27.54	30.43

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

生鲜电商背靠生鲜行业的万亿级别市场体量，近年来发展迅猛，2018年零售规模达到2424亿元，过去五年复合增速高达66.70%。当前短期“新冠”疫情的影响使得生鲜电商行业需求井喷，用户的线上消费习惯有望得到培养，从而催化行业整体进一步发展，但同时也对于企业供应链能力提出了较大考验，疫情过后，具备较强运营能力的龙头公司有望同时受益需求提振及集中度提升趋势。对此我们首先推荐深耕生鲜多年拥有优秀的供应链管理经验的，产品丰富度高并通过打造线上线下一体化的购物生态吸引客流的商超龙头，重点推荐**永辉超市**、**家家悦**。其次，建议关注天然享有流量优势，依托高效搭建的物流配送体系，并拥有盒马鲜生这一线上线下融合业态的电商龙头**阿里巴巴**。

核心假设或逻辑

第一，随着年轻中产客群线上消费习惯养成，线上交易系统及物流大数据技术等基础设施的完善，以及资本巨头在资金和资源上加持，生鲜电商行业整体未来增长有望进一步加速。

第二，近两年随着盈利能力较差企业的陆续出局，市场有望加速向龙头集中。目前市场上的三种主流生鲜电商模式中均有龙头企业逐步实现突围。

第三，长期来看，生鲜企业只有回归产品，深耕供应链，才能树立真正壁垒，通过逐步搭建高效的供应链体系，改善企业盈利能力，实现长期健康发展。

与市场预期不同之处

市场认为在电商巨头的加速布局下，传统商超在生鲜电商领域不具备优势，我们认为，线下商超在布局到家业务中，首先凭借深耕生鲜多年，拥有优秀的供应链管理经验的，线下门店天然具备仓储物流优势，利于降低成本。其次，在享受供应链带来的产品充足与丰富度优势下，通过打造线上线下一体化的购物生态，有利于吸引客流，提升复购率，并且在二三线生鲜电商的蓝海市场中，凭借前期线下门店的布局带来的品牌效应和仓储物流优势有望赢得布局先机。

股价变化的催化因素

第一，行业需求持续井喷，缓解企业获客成本压力，规模扩张加速；

第二，供应链布局卓有成效，有效提升企业盈利能力，同时优化企业产品结构及丰富度，提升客户消费粘性，带来复购率快速提升。

第三，外延布局力度加大，补齐企业在资金，供应链，流量获客等方面的短板，实现跨越式发展。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，企业迟迟无法找到合适的盈利模式，亏损加剧拖累上市公司业绩；

第二，疫情影响超预期，企业开店不及预期，规模扩张不及预期。

内容目录

引言：“宅家买菜”抗疫情，生鲜电商迎新机遇.....	6
行业概述：背靠万亿生鲜市场，电商蓝海大浪淘沙	7
行业概况：背靠万亿生鲜市场，增速快、空间大	7
行业驱动因素：新一代客群消费习惯养成，电商物流基础设施完善	8
行业痛点：前期受制于获客成本，长期还看供应链能力	14
格局变化：洗牌中成长，三种主流模式并存	15
行业格局：前期野蛮发展后，近年行业洗牌持续进行	15
O2O 模式：消费场景丰富，“超市+餐饮”引关注	16
垂直电商模式：全程把控生鲜供应链，前置仓模式提升效率	23
综合电商模式：享受流量及品牌优势	27
长期胜负手：回归产品，供应链决定企业走多远	31
生鲜产业链跨度较长，产品非标准化明显	31
选品采购：供应链管理的源头	32
冷链物流：供应链的核心环节，有效降低损耗率	34
仓储配送：触达消费者的关键环节	37
投资建议：关注商超龙头和综合电商平台	40
国信证券投资评级	43
分析师承诺	43
风险提示	43
证券投资咨询业务的说明	43

图表目录

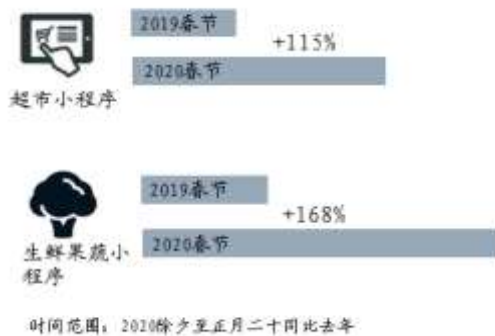
图 1: 新冠疫情期间小程序访问人数同比大幅增加	6
图 2: 疫情期间生鲜电商行业用户对移动互联使用情况	6
图 3: 部分生鲜电商平台在新冠疫情期间销售情况	6
图 4: 中国生鲜零售市场总额 (万亿)	7
图 5: 中国生鲜市场销售渠道占比变化 (%)	7
图 6: 生鲜电商规模及增速情况	7
图 7: 生鲜电商发展历程	8
图 8: 淘系不同年龄段消费占比 (%)	9
图 9: 淘系不同年龄段消费同比增速	9
图 10: 不同年龄段消费者购买生鲜产品时考虑的因素	9
图 11: 我国家庭规模结构变化情况	10
图 12: 全国人口抽样调查数据: 20-34 岁未婚人口占比高	10
图 13: 饿了么平台蔬菜豆类及肉禽蛋奶类 25 元以下订单占比提升	10
图 14: 中国网络购物用户规模持续增长	11
图 15: 实物商品网上零售额累积同比及占社零比重 (%)	11
图 16: 即时配送与传统快递配送流程对比 (以网购一箱可乐为例)	11
图 17: 中国即时配送用户规模及预测	12
图 18: 中国即时配送订单量及预测	12
图 19: 科技+新零售的主要应用场景及优势	12
图 20: 生鲜电商融资额变化	13
图 21: 部分生鲜电商及其投资方	13
图 22: 中国现代渠道主要零售商数字化建设的投入情况	13
图 23: 中国生鲜腐损率高于发达国家平均	14
图 24: 生鲜电商提升盈利水平示意图	14
图 25: 中国垂直生鲜电商市场集中度情况	15
图 26: 生鲜电商三种经营模式对比	16
图 27: 超九成消费者愿意继续在 O2O 形式下购物 (%)	17
图 28: 潜在用户对 O2O 模式的消费意愿情况 (%)	17
图 29: 2017 年中国生鲜网购用户各渠道购买频次	17
图 30: 2017 年不同渠道购买生鲜食品的平均客单价情况	17
图 31: 2008-2018 年全国批发零售业平均工资情况	18
图 32: 部分一二线城市优质零售业首层租金情况	18
图 33: 盒马鲜生发展历程	19
图 34: 盒马鲜生经营成效 (截至 2019 年 8 月)	19
图 35: 盒马鲜生主要业务	20
图 36: 永辉超市 O2O 业务探索之路	21
图 37: 永辉超市 O2O 业务经营成效	22
图 38: 永辉 mini 店简介	23
图 39: 生鲜电商前置仓模式	23
图 40: 消费者更满意专业的生鲜购买渠道	24
图 41: 生鲜电商 APP 的月活跃人数情况 (万人)	24
图 42: 每日优鲜发展历程	25
图 43: 垂直生鲜电商 APP 的月活跃人数情况 (万人)	26
图 44: 2019 年 Q3 一线城市生鲜应用用户占比 (%)	26
图 45: 每日优鲜全程把控产业链示意图	26
图 46: 每日优鲜前置仓 2.0 版本与 1.0 版本对比情况	27
图 47: 综合生鲜电商模式的概况及特征	27
图 48: 2017 年中国生鲜网购用户经常使用的渠道 (%)	28
图 49: 2017 年中国生鲜网购用户不确定或不会继续网购生鲜食品的原因及占比	28
图 50: 京东生鲜发展历程	29
图 51: 京东生鲜频道界面	29
图 52: 2017 年中国生鲜网购用户对京东生鲜满意度高于行业整体	30
图 53: 京东生鲜在全力拓展“全产业链供应链”方面的四大优势	30
图 54: 生鲜电商产业链情况	31
图 55: 中国农业经营单位数量增长情况	32

图 56: 中国生鲜电商冷链运输全程示意图.....	35
图 57: 2014-2020 年中国冷链物流市场规模及预测.....	35
图 58: 2015 年我国冷链流通率情况.....	35
图 59: 安鲜达生鲜网络.....	36
图 60: 2018 年国内前十大冷链物流企业排名.....	36
图 61: 京东冷链服务优势.....	37
图 62: 生鲜电商企业配送示意图.....	38
图 63: 淘鲜达界面.....	38
图 64: 高鑫零售到家业务 2019 年经营成效.....	38
图 65: O2O 零售商在前置仓领域布局情况.....	39
表 1: 2019 年以来关闭或暂停营业的生鲜电商 (节选).....	15
表 2: 生鲜电商 O2O 模式定义.....	16
表 3: 生鲜电商 O2O 模式案例.....	18
表 4: 盒马现有门店业态介绍.....	20
表 5: 盒马鲜生自有品牌的商品体系.....	21
表 6: 垂直生鲜电商平台重大融资事件.....	25
表 7: 海鲜品种的多种分类方法.....	31
表 8: 生鲜产品的主要采购模式.....	33
表 9: 永辉超市门店业态定位.....	34
表 10: 永辉超市通过股权投资或合作强化上游采购能力.....	34
表 11: 京东冷链三大 B2B 业务.....	37
表 12: 永辉超市盈利预测数据.....	41
表 13: 家家悦盈利预测数据.....	41
表 14: 阿里巴巴盈利预测数据.....	41

引言：“宅家买菜”抗疫情，生鲜电商迎新机遇

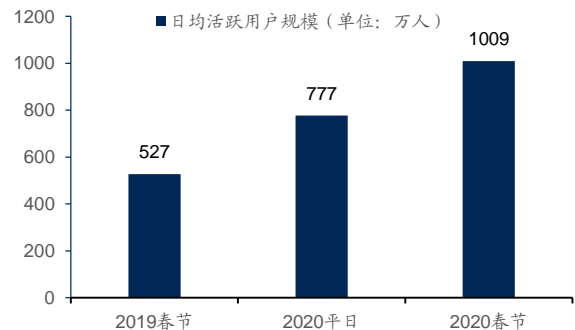
进入 2020 年，“宅”是第一个主题词。为抗击新冠疫情，全国各地自 1 月 20 日以来相继实施较为严格的居家隔离措施，这一过程中生鲜电商的需求随即井喷。据 QuestMobile 发布的《2020 中国移动互联网“战疫”专题报告》，2020 春节期间，生鲜电商行业日均活跃用户规模达到 1009 万，较 2019 年春节大增 91.46%，较 2020 年平日增长 29.86%。公司方面，京东生鲜除夕至初三销量环比节前增长超 370%；每日优鲜小程序在除夕到初六，订单量同比增长 309%；同时期，永辉生活·到家福州地区订单同比增长率超过 450%，销售额同比增长超过 600%；美团买菜的平均客单价上涨 70%，鱼虾蟹多卖了 3.5 倍。我们预计新冠疫情下的“宅”经济趋势将为生鲜电商带来有效引流获客，有望培养用户的线上买菜习惯，利于降低平台的获客成本，提升生鲜电商渗透率。

图 1：新冠疫情期间小程序访问人数同比大幅增加



资料来源：微信、国信证券经济研究所整理

图 2：疫情期间生鲜电商行业用户对移动互联使用情况



资料来源：QuestMobile、国信证券经济研究所整理注：2019 春节至 2019 年 2 月 4 日-10 日，2020 平日指 1 月 2 日-8 日，2020 春节指 1 月 24 日-2 月 2 日

图 3：部分生鲜电商平台在新冠疫情期间销售情况



资料来源：财新网、新京报、美团、国信证券经济研究所整理

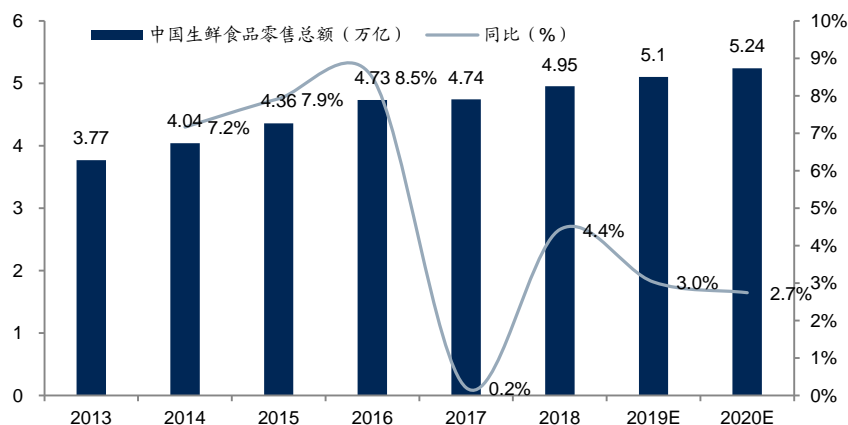
实际上，从 2005 年以来，生鲜电商一直被誉爲电商行业的最后一片蓝海，吸引了无数资本和创业者，但由于暂未出现较好的盈利和现金流状态，生鲜电商也始终饱受争议。而借助新冠疫情下“宅经济”的崛起，生鲜电商行业有望迎来新的发展机遇，其中的企业能否通过强化获客能力、提升渗透率、完善仓储和冷链物流体系是其突围的关键，我们将在本文对此进行深入探讨。

行业概述：背靠万亿生鲜市场，电商蓝海大浪淘沙

行业概况：背靠万亿生鲜市场，增速快、空间大

生鲜电商是生鲜行业的重要组成部分。而生鲜产业作为民生基础消费品产业，有着万亿级别的市场体量，且近年来仍处于稳步增长之中。据 Euromonitor 统计数据，2018 年中国生鲜零售市场总额为 4.95 万亿元，同比增长 4.5%，2013-2018 年 CAGR 为 5.6%，预计 2019 年市场规模达到 5.1 万亿元。

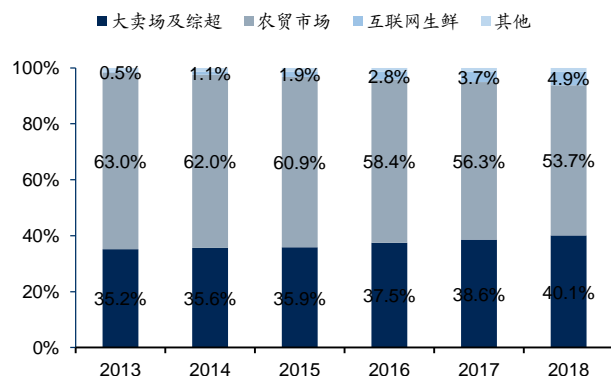
图 4：中国生鲜零售市场总额（万亿）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

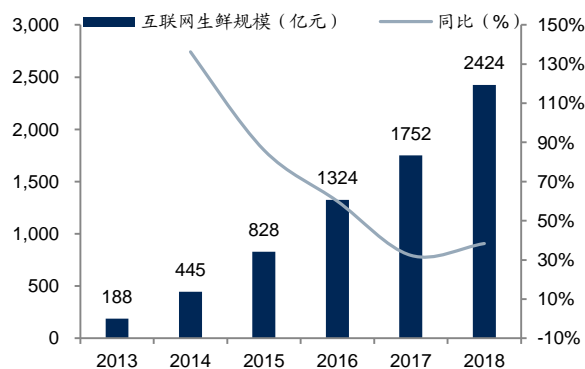
而生鲜行业按渠道主要可以划分为农贸市场、商超大卖场以及电商三大渠道。其中的生鲜电商是指利用互联网平台展销，将生鲜产品通过自建物流或第三方物流方式配送给终端消费者的交易模式。作为生鲜行业的重要渠道组成部分，生鲜电商虽然目前占比相对最低，但增长速度最快。据 Euromonitor 统计数据，2018 年中国生鲜零售市场中农贸市场渠道占比最高，为 53.7%；超市渠道位居次席，为 40.1%。互联网渠道占比虽然仅为 4.9%，但呈现跨步增长态势，2018 年渠道零售规模增长至 2424 亿元，过去五年复合增速高达 66.70%。

图 5：中国生鲜市场销售渠道占比变化 (%)



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 6：生鲜电商规模及增速情况



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

生鲜电商的发展历程：十五年发展，探索中前行

虽然生鲜电商行业一直以来呈现蓬勃发展之势，但其也不是近年才诞生的新事物，其最早的发展出现在 2005 年，至今大致经历了萌芽、崛起和洗牌前行三

个阶段:

1) 萌芽阶段以 2005 年易果生鲜成立为标志。彼时,“陈化粮”、“大头娃娃”、“苏丹红”等食品安全事件频发,创业者开始借助电商的崛起,主打健康口号进入生鲜领域,和乐康、沱沱工社、优菜网等生鲜电商平台纷纷上线。但此阶段,供给逐渐超出了市场需求,且生鲜电商的模式多直接复制了标准品的电商的模式,不少平台陆续出局。

2) 崛起阶段以 2012 年 11 月的“褚橙进京”营销事件为标志,彼时褚时健与未来生活网合作,以“褚时健的传奇人生”做营销,通过电商的方式让褚橙在北京地区热卖。2013 年 5 月又爆发了“京城荔枝大战”,本来生活、顺丰优选、沱沱工社等众多电商平台参与了这场价格大战。生鲜电商因这些营销活动再次引起广泛关注,加上移动互联网、冷链物流的发展,生鲜电商市场规模快速扩大,从 2013 年的 188 亿元增长至 2015 年的 828 亿元。

3) 从 2016 年开始,生鲜电商逐步进入洗牌前行的阶段。生鲜产品具有高度非标准化特性,对企业的冷链技术、物流管理及仓储设备提出了非常高的要求,成本高企成为生鲜电商发展的核心障碍,中国电子商务研究中心 2016 年的一份统计数据显示,彼时全国 4000 多家生鲜电商仅 1% 盈利。市场从狂热进入冷静期,开始反思并不断地探索生鲜电商可行的模式。当然,这一阶段生鲜电商的市场规模依旧持续扩大,到 2018 年底已达 2424 亿元。

图 7: 生鲜电商发展历程



资料来源:CNKI、国信证券经济研究所整理

整体来看,生鲜电商行业背靠万亿生鲜市场,且契合消费升级趋势,特别是年轻群体消费能力增强,便利性需求凸显的趋势,在过去十多年的发展中十分迅猛,但同时整体生鲜线上化空间仍巨大,未来仍具备较快发展的基础。

行业驱动因素: 新一代客群消费习惯养成, 电商物流基础设施完善

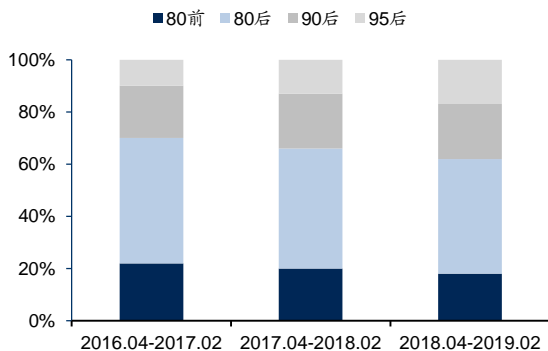
如前文所述,生鲜电商行业整体呈现增速快,空间广的特征。同时我们认为,生鲜电商的未来发展除了受益于所处生鲜行业整体稳步成长以外,更多将受益于其渠道结构的转移变迁,即生鲜市场线上渗透率的快速提升,这一过程中的主要推动因素包括: 新世代消费者崛起带来客群基础,电商生态的成熟及即时物流配送体系的完善,以及巨头介入下资金及资源的注入推动行业跨步发展等。

驱动因素一: 新世代消费人群的崛起为生鲜电商发展带来需求客群增量

Z 世代人群 (95 后+00 后) 消费力快速增长,他们是随着互联网长大的一代,互联网渗透率高,购买生鲜看重便利性、品种的丰富性。随着他们消费能力的增强,生鲜电商正好契合了他们的消费需求。

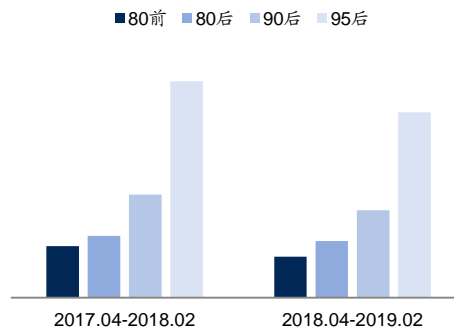
据 QQ 广告&凯度咨询在 2018 年发布的《GenZ 白皮书》，中国 Z 世代人群(15-23 岁)达到 1.49 亿人，预计到 2020 年，Z 世代将占据我国整体消费力的 40%。他们正在逐渐成为网购的主力群体，增长速度快于其他年龄群体。

图 8：淘系不同年龄段消费占比 (%)



资料来源：CBNData，国信证券经济研究所整理

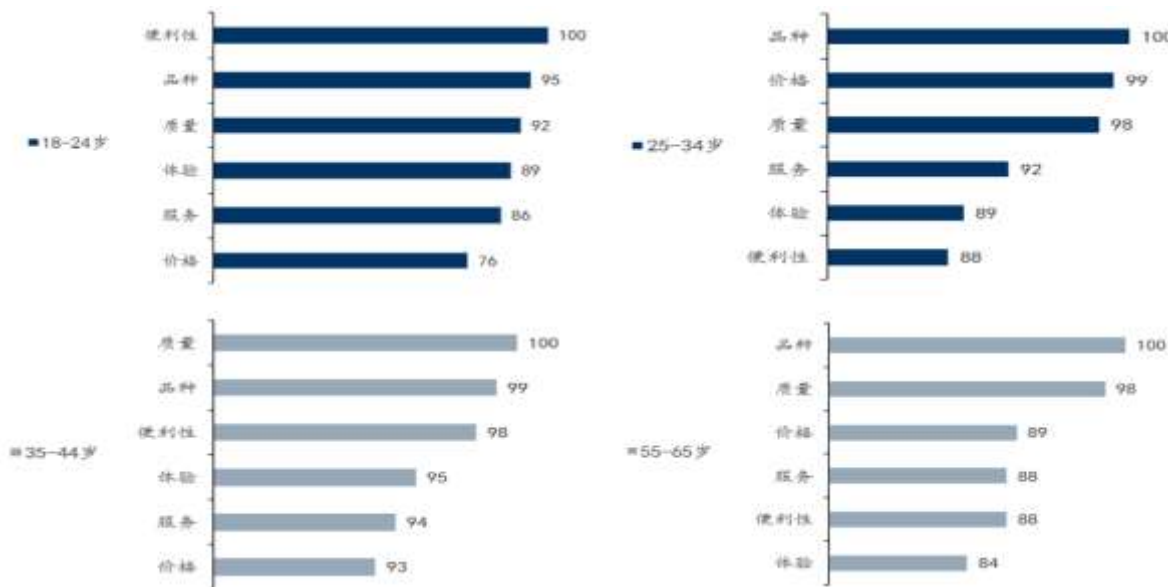
图 9：淘系不同年龄段消费同比增速



资料来源：CBNData，国信证券经济研究所整理

在生鲜消费方面，与其他年龄段相比，Z 世代人群将便利性放在了突出位置，并愿意为服务的便利支付溢价。根据麦肯锡在 2018 年 3-4 月针对中国生鲜市场做的调查，在去哪买生鲜商品这个问题上，18-24 岁群体将便利性排在了最重要的位置，同时 80 后也将便利性排在了较为重要的位置。

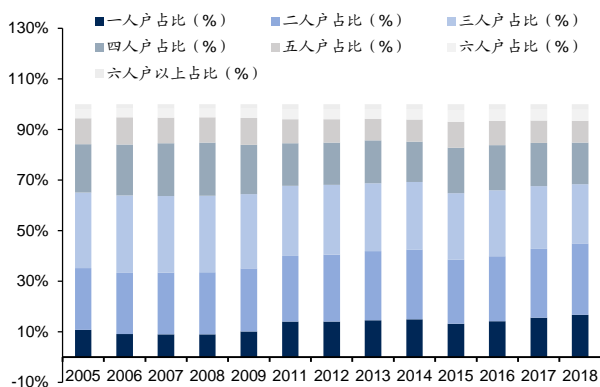
图 10：不同年龄段消费者购买生鲜产品时考虑的因素



资料来源：麦肯锡中国生鲜市场调查、国信证券经济研究所整理（2018，N=4993）注：数字越大代表越重视

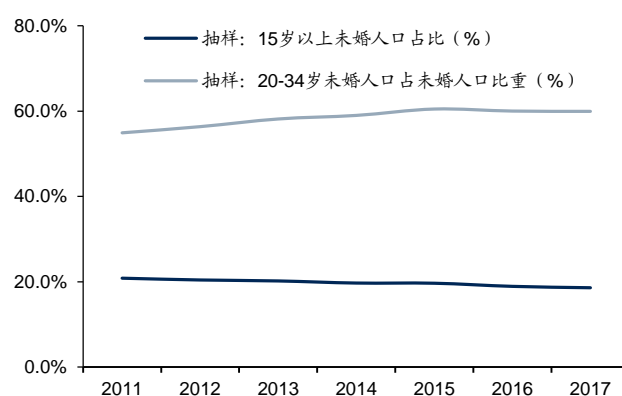
另外，当前家庭小型化趋势、单身群体规模增加明显。我们认为，这将使得生鲜消费呈现单次采购量下降、便利性需求进一步增强的特征，根据国家统计局的抽样调查，我国 1-2 人户家庭占比从 2005 年的 35.22% 增加至了 2018 年的 45%。未婚情况方面，根据《中国人口和就业统计年鉴》的抽样调查，2017 年我国 15 岁以上未婚人口占总人口的比例达到 18.6%，超过 2 亿人，而其中以 20-34 岁人群为主，占总未婚人口的 60%，超过 1.2 亿人，他们正好是网购的主力人群。

图 11: 我国家庭规模结构变化情况



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 12: 全国人口抽样调查数据: 20-34 岁未婚人口占比高



资料来源: 《中国人口和就业统计年鉴》、国信证券经济研究所整理

目前兴起的社区生活超市也可以满足此趋势, 不过社区店往往经营品类有限且覆盖密度不足, 因而给了生鲜电商较大的流量机遇。以饿了么平台为例, 根据CBNData 联合阿里本地生活平台发布《2019 线上生鲜消费发展趋势报告》, 饿了么平台 2018 年蔬菜豆类类和肉禽蛋奶类的 25 元以下订单占各自品类的比例分别达到 40%和 26%, 较 2017 年分别增加 29pct 和 18pct。

图 13: 饿了么平台蔬菜豆类及肉禽蛋奶类 25 元以下订单占比提升



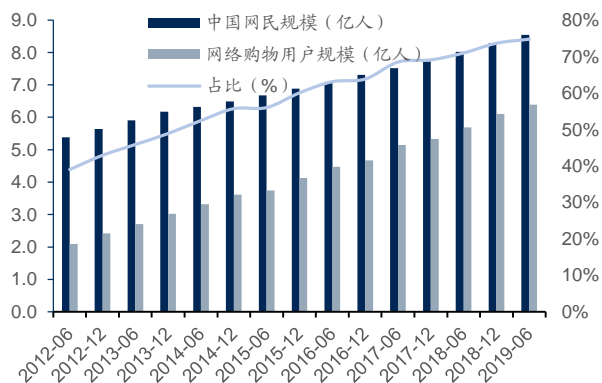
资料来源: CBNData、国信证券经济研究所整理注: 均为占各自品类的比例

驱动因素二: 电商生态的成熟及物流体系的完善, 夯实了生鲜电商发展的基础

1) 首先, 线上消费早已成为中国消费者的日常消费的一部分。截至 2019 年 6 月, 我国网民规模数达到 8.54 亿元, 其中网购用户规模为 6.39 亿元, 占比高达 75%, 交易金额方面, 2019 年实物商品网上零售额 85239 亿元, 增长 19.5%, 占社会消费品零售总额的比重为 20.7%。国内的电商平台们用近 20 年时间的的发展完成了国内消费者教育: 一方面, 主力消费人群对于线上产品及服务的品质信赖度大幅提升, 另一方面, 线上支付系统全面应用也使得线上交易的便利性得到极大提升; 此外, 以外卖为主流的即时配送的兴起也进一步教育了用户到家的消费习惯。

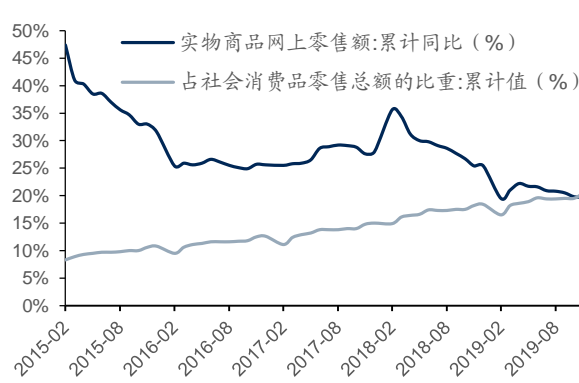
而在疫情下的居家闭关防疫、假期延长、各地复工开学时间延后等因素, 进一步催热了“宅经济”, 居民对于线上消费乃至到家消费习惯的养成, 都将为生鲜电商的发展带来需求端的提振。

图 14: 中国网络购物用户规模持续增长



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 实物商品网上零售额累积同比及占社零比重 (%)

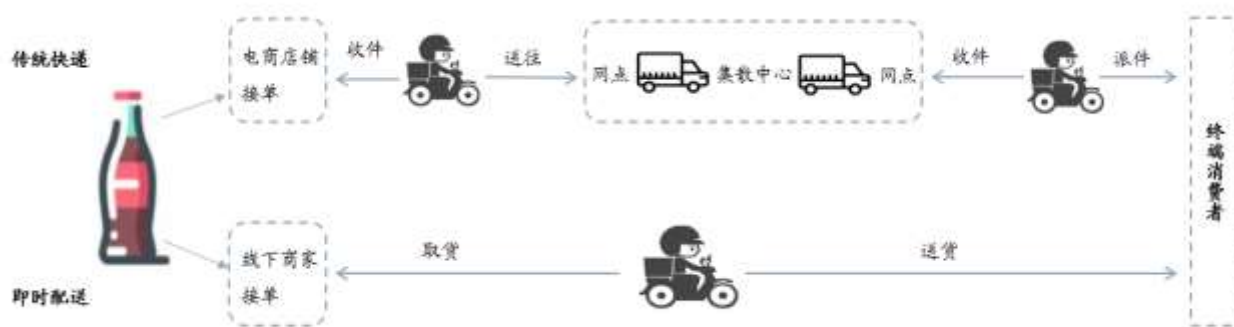


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

2) 伴随电商发展下的物流配送体系日益完善也进一步提升了用户体验

而物流体验实际上是影响消费者选择或放弃生鲜电商的重要因素。根据艾瑞咨询调研数据显示，生鲜电商用户期待更快速的配送体验，30.7%的用户希望在几小时内收到商品，28.8%的用户希望在30分钟至1小时收到商品，16.7%的用户希望在30分钟内收到商品。随着我国物流配送体系的完善，特别是同城跑腿、电商平台直送、快递同城等即时配送业务的崛起，有望进一步满足生鲜消费对于时效性的要求，有助于提升用户体验，提升用户粘性。

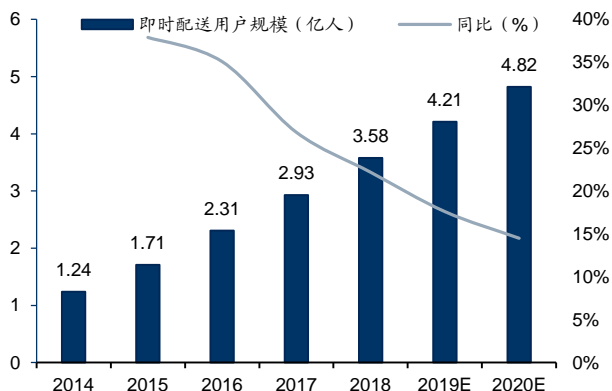
图 16: 即时配送与传统快递配送流程对比 (以网购一箱可乐为例)



资料来源:美团点评、亿欧网、国信证券经济研究所整理

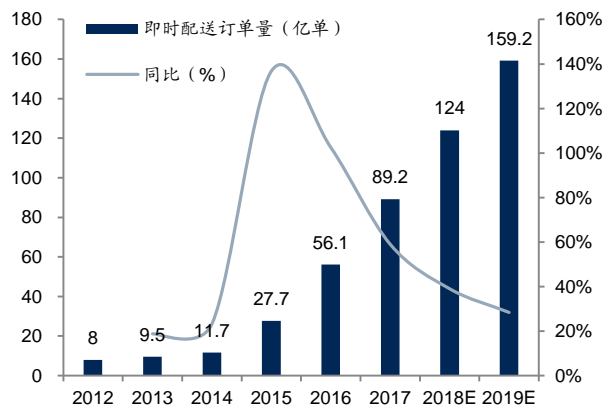
据 iMedia Research 数据，中国即时配送行业用户规模 2018 年预计突破 4 亿人，2014-2018 年复合增速达到 30.35%。行业规模方面，预计 2018 年中国即时配送订单规模达到 124 亿单，按照每单 6 元计算，就有 744 亿元的市场规模。我们认为，随着宅经济及新零售模式的发展，即时配送需求量将不断扩大，用户规模、人均使用次数仍有一定的增长空间。

图 17: 中国即时配送用户规模及预测



资料来源: iiMedia Research、国信证券经济研究所整理

图 18: 中国即时配送订单量及预测



资料来源: 中国物流与采购联合会、美团点评、国信证券经济研究所整理

3) 人工智能大数据等技术的应用助力企业降低运营成本

对于生鲜行业, AI 及大数据的应用在门店选址、供应链提效, 优化产品结构等方面有着积极作用。一方面, 人工智能基于高维机器学习模型可以预测客户偏好, 通过用户数据深度挖掘与分析助力洞察消费者需求, 为零售企业的决策和体验提供支持。另一方面, 将人工智能技术与企业的业务全流程相结合, 覆盖从供应商到消费者的全产业链, 有利于实现整体经营、决策能力和效率的提升。如永辉超市在 2019 年 8 月与第四范式(北京)技术有限公司达成战略合作, 帮助零售企业以面向 AI 的视角, 构建起完整的数据治理、管控体系与端到端的 AI 平台, 实现整体经营、决策能力和效率的提升; 家乐福早在 2018 年与腾讯合作推出扫码购以避免排队结账, 也提高了购物体验 and 购物效率。

图 19: 科技+新零售的主要应用场景及优势



资料来源: 艾瑞咨询、亿欧智库、CNKI、国信证券研究所整理

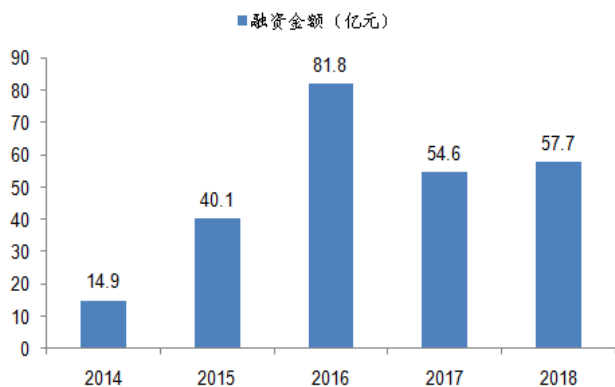
驱动因素三: 高频刚需的流量特质吸引各路资本布局, 反过来也推动创新发展

生鲜产品作为必需消费品的重要部分, 天然具备刚需属性, 同时生鲜消费强调新鲜性, 购物频次较高。根据波士顿咨询公司与阿里研究院做的一份对超过 4200 名消费者的调研, 36% 的受访者表示他们每周购买新鲜蔬菜的次数超过 3 次, 以保证产品的新鲜度, 而每周 1 次及以下的受访者比例只有 22%。尼尔森针在《中国生鲜电商市场研究白皮书》中做的调查显示, 大卖场和超市渠道消费者购买蔬菜/肉/水产的平均频次为 2.72 次/每周。而随着传统电商流量红利的逐步消失, 流量成本提升, 获客难度加大, 生鲜行业的高频刚需引流价值得到

不断重视。因此生鲜近年来加速成为各路巨头的布局热点。

巨头入局，助力生鲜电商行业走出行业阵痛期。资本巨头的入局也反过来推动了行业的发展。生鲜电商在获客引流以及供应链搭建都需要巨大的资金投入和集团式的系统筹建。大的产业集团以及资本的介入能够更好的推动行业发展。同时近两年我们也看到，资本的投入逐渐向头部公司集中，融资事件数量减少但金额快速扩大，有利于产业的集中度提升。

图 20: 生鲜电商融资额变化



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 21: 部分生鲜电商及其投资方

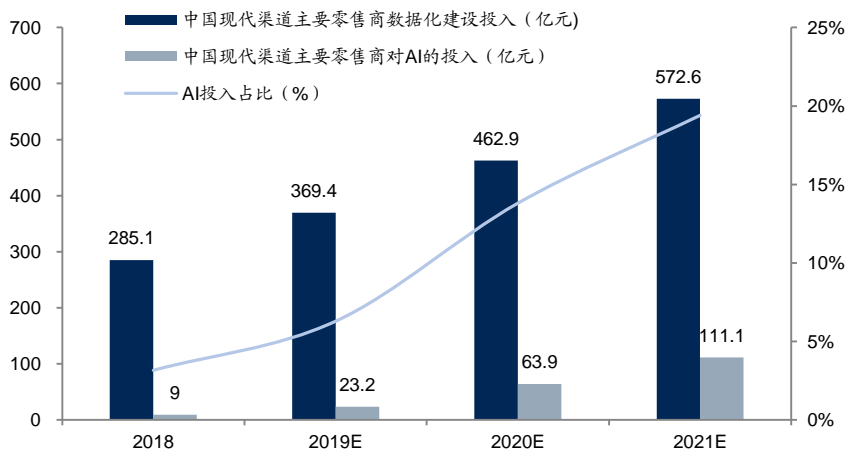
生鲜电商	投资方
每日优鲜	腾讯
永辉生活	腾讯
盒马	阿里巴巴
大润发优鲜	阿里巴巴
京东到家	京东
天天果园	京东
美团买菜	美团
中粮我买网	中粮
叮咚买菜	今日资本、红杉资本、高榕资本
本来生活	高榕资本

资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

此外，巨头们在信息技术等领域的大手笔投入，也完善了生鲜电商行业的快速发展的基础。如前文所述，现代零售企业中信息系统的利用已经显得极其重要，贯穿至门店的选址、选品采购、物流建设、仓储配送、用户运营等全方位的赋能。但信息技术的发展本身就是个重资产的投入，初创企业资本实力难以支持，而借助巨头的资金实力，可以更好融入信息系统体系，取得快速发展。

根据艾瑞咨询数据，2018 年中国现代渠道主要零售商数字化建设投入为 285.1 亿元，其中 AI 投入为约 9 亿元，占比 3.15%。预计随着阿里巴巴、京东、苏宁等零售巨头的推动，到 2022 年，中国现代渠道主要零售商数字化建设投入将突破 700 亿元，其中 AI 投入将超过 178 亿元，占比超过 25%。

图 22: 中国现代渠道主要零售商数字化建设的投入情况



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

行业痛点：前期受制于获客成本，长期还看供应链能力

虽然行业有着广阔的发展空间，但痛点仍存。生鲜电商一直以来的最大的痛点在于其生鲜行业本身的供应链压力以及线上企业发展初期的获客压力。而这两个痛点的解决也将有效帮助生鲜电商企业实现规模的快速扩张，以及盈利能力的提升。

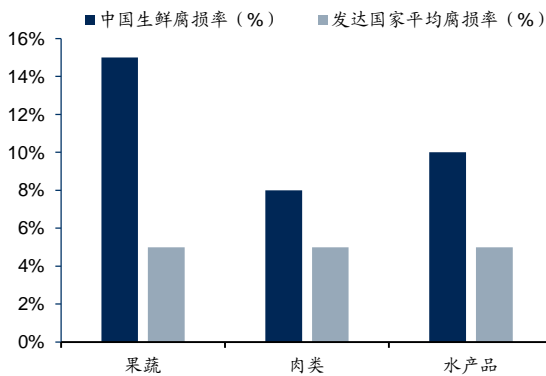
1) 前期获客难度较高：不同于线下门店，只要选址合理就能够具备稳定的自有流量，且门店的便利性和体验性也能带来较好的客户粘性。生鲜电商则在前期的引流过程需要进行一定的消费者教育，也将耗费较高的引流成本。企业需要有效的获取精准流量，才能实现投入产出比的最大化。

目前企业的应对措施有：一是，**根据不同定位客户特点进行精准营销：**定位不同客群的生鲜电商企业需要不同方式达到精准营销，如定位年轻白领等追求便利性消费者的企业通过 CBD 电梯广告，地铁等方式推广；而定位家庭主妇或是父母等客群的企业则需要通过社区广告等手段。二是，**背靠流量龙头，利用大集团生态引流：**如盒马依托阿里体系下的流量带入，每日优鲜此前的新增流量主要来自于股东腾讯的导流合作，同时腾讯阿里的大数据资源，也在两者的仓储布局和门店选址过程中也发挥了重要作用。

2) 供应链难题：虽然短期来看，此次疫情也一定程度上给企业做了一次免费的消费者教育，带来井喷的消费需求，从而有望降低企业获客压力。但企业能否真正突围，长期来看还是取决于企业能否解决供应链问题。供应链难题不仅是困扰生鲜电商，也是整个生鲜行业难点：一是，**生鲜的上游生产端较为分散，产品品质标准度难以保障；**二是，**流通环节多且复杂，价格体系不透明，导致渠道层层加价；**三是，**产品链条较长，而我国冷链运输发展尚不完善，因而带来较高损耗率。**

对此多数企业一方面在供应链的前端积极采用产地直采，通过农场直销缩短供应链，从而减少成本的同时也加强的产品品质的把控，另一方面在供应链的后端采用前置仓模式，缩短配送距离，减少产品的损耗程度，也为提高时效带来良好便利的客户体验打下基础。

图 23：中国生鲜腐损率高于发达国家平均



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 24：生鲜电商提升盈利水平示意图



资料来源：国信证券研究所整理

格局变化：洗牌中成长，三种主流模式并存

行业格局：前期野蛮发展后，近年行业洗牌持续进行

如前文所述，生鲜电商由于背靠万亿生鲜行业，高频刚需流量来源稳定，并契合消费升级趋势，自诞生以来一直以来都是企业布局热点。但目前仍未产生一个相对标准可盈利的稳定商业模式，生鲜行业本身是一个低毛利行业，对供应链体系要求较高，而生鲜电商前期培养用户习惯又需要不断补贴。中国电子商务研究中心 2016 年的一份统计数据显示，彼时全国 4000 多家生鲜电商仅 1% 盈利，88% 亏损，剩余 7% 是巨额亏损。因而在企业盈利难的背景下，行业经历前期的野蛮发展后，近年来出局者不断。

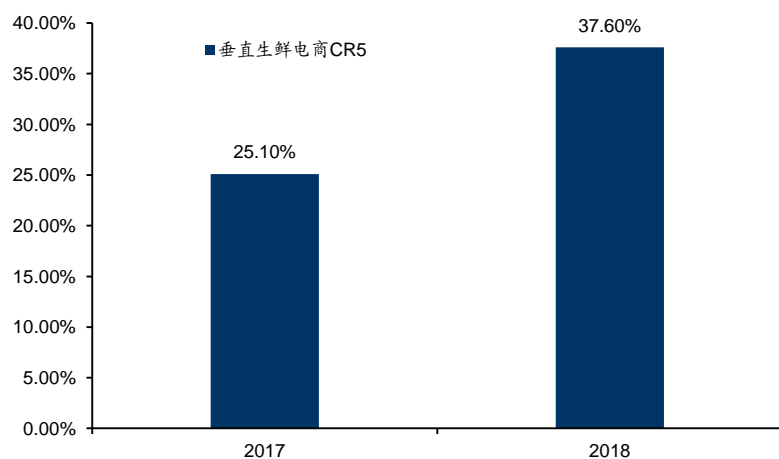
表 1：2019 年以来关闭或暂停营业的生鲜电商（节选）

企业	关闭原因
妙生活	高额的成本使得短期内难以盈利
吉及鲜	融资失败，大规模裁员和关仓
鲜生友请	资金链紧张、非法集资、内部利益输送
迷你生鲜	经营不善/长期亏损

资料来源:国信证券经济研究所

因此，尽管生鲜电商行业暂未出现明显的龙头主导局面，但行业洗牌一直在持续。我们认为，当前“新冠”疫情对生鲜电商而言，一定程度上也将检验企业的前期内功修炼。只有具备完善供应体系和配送能力的平台才能在这一期间给消费者带来良好的消费体验，收获更为成熟和忠诚的顾客群，并在日后的发展中进一步提升市场份额，而无稳定供应渠道和配送体系的一批中小平台将难以承受长期的成本压力，最终或是倒闭或是被收购。以垂直电商模式为例，艾瑞咨询统计数据显示，2018 年中国垂直生鲜电商市场 CR5 占比 37.6%，较 2017 年增加了 12.5pct，垂直生鲜电商正在加速向头部平台聚集。

图 25：中国垂直生鲜电商市场集中度情况



资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

具体来看，目前市场上主要形成了 O2O、垂直电商、综合电商三种主流零售模式，三种模式各有优劣，其各自代表企业近年来均展现出不错的发展势头。

图 26: 生鲜电商三种经营模式对比



资料来源:国信证券经济研究所

O2O 模式: 消费场景丰富, “超市+餐饮” 引关注

这类模式包括线上巨头向线下扩展和线下商超开通到家业务两种类型, 前者以盒马鲜生、7Fresh 为代表, 后者以永辉超市、家家悦为代表。这一模式以前店后仓为主, 门店即做零售也是仓库, 并以门店为中心服务周边 3 公里内的用户, 同时搭建生鲜产品的即时配送服务体系, 从而提供一体化的消费体验。具体实施过程中, 强调以电子支付为核心, 消费者在线上预定或购买商品/服务, 也可以到线下实体店体验、消费之后完成交易。不过这一模式也面临人工成本高、配送半径有限等问题。

表 2: 生鲜电商 O2O 模式定义

	定义	特征
广义 O2O	通过线上营销推动的方式, 将消费者从线上平台引入线下实体店; 通过线下营销推广的方式, 将消费者从线下转移到线上	侧重服务型消费; 不强调线上支付
狭义 O2O	消费者通过线上平台在线购买并支付/预定某类商品/服务, 并在线下体验消费完成交易; 消费者在线下体验后通过扫描二维码/移动终端等方式在线上平台购买并支付/预定某类商品/服务	以消费导向为主, 强调在线支付预付/预定
生鲜电商 O2O	属于狭义 O2O 范围, 为消费者提供生鲜产品的即时配送服务及一体化的消费体验	提供消费场景, 实现流量互补

资料来源:艾瑞咨询、CNKI、国信证券经济研究所整理

优势特征: 体验性与便利性的结合

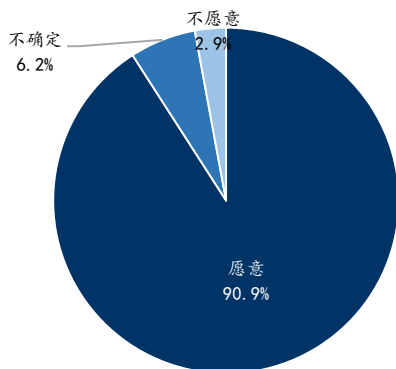
我们认为 O2O 模式的优势主要包括:

1) 提供即时的物流配送服务能够加强消费粘性。线下门店既是售卖场所也是仓储配送点, 有利于辐射周边区域, 提供快捷便利的配送服务, 从而提升用户粘性。

3) 打造线上线下一体化的购物生态, 可以多维度吸引客流, 提升线下门店的坪效以及复购率。O2O 模式特有的线上线下联动特征有望受益于消费者更注重

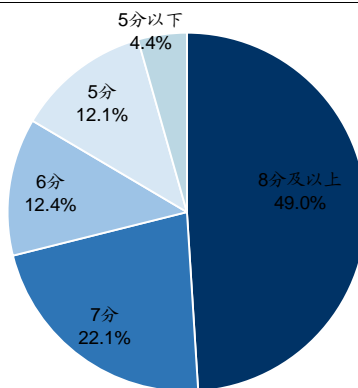
“商品+体验”、线上线下界限日益模糊的消费者的趋势。凯度消费者指数和贝恩公司跟踪中国消费者购物行为发现，在纯电商渠道渗透率增长触顶的情况下，机会正在转向线下渠道，提供快速配送或者投资于生鲜和吸引消费者的即食选择有望脱颖而出。从实际数据也可以看出，消费者对于 O2O 生态下的“超市+餐饮”场景化消费模式表现出了一定的消费意愿，对创新模式的尝试意愿在 8 分及以上的用户占比接近一半，每周在创新模式消费至少 1 次的用户在创新模式整体用户的占比高达 68.1%。

图 27: 超九成消费者愿意继续在 O2O 形式下购物 (%)



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

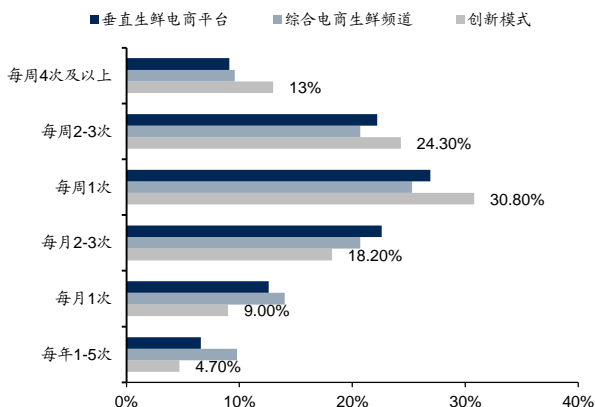
图 28: 潜在用户对 O2O 模式的消费意愿情况 (%)



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理
注: 分值越大代表消费意愿越强

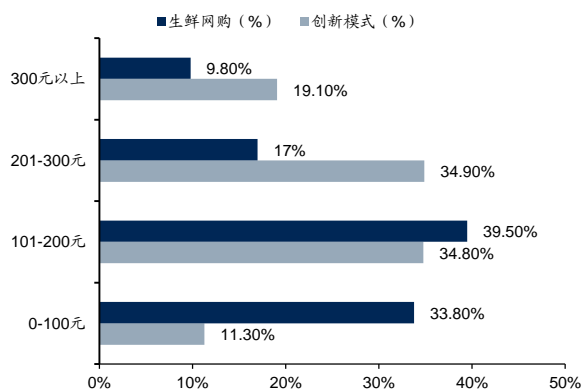
3) “超市+餐饮”的创新模式有效助力提升毛利率水平。通过打造“超市+餐饮”等创新模式，可以降低生鲜产品的损耗和腐烂率，并在加工过程中赋予了产品一定溢价，提升了企业整体客单价水平，34.9%的用户在创新模式的客单价在 201-300 元之间，仅有 17.0% 的整体生鲜网购用户客单价在这一区间，这有助于改变生鲜较低的毛利率水平，从而解决盈利难题。

图 29: 2017 年中国生鲜网购用户各渠道购买频次



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 30: 2017 年不同渠道购买生鲜食品的平均客单价情况



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

模式痛点及解决: 重资产建设成本压力较大

O2O 模式的代表企业在目前仍多处于亏损状态，商业模式仍在探索阶段。如永辉超市在 2017 年基于云创板块推出了“超级物种”，旨在打造“零售+餐饮+APP”体验式消费的系列工坊，但是永辉云创 2017 年、2018 年 1-9 月净利润分别亏损 2.67 亿元、6.17 亿元。美团在 2018 年 5 月推出线上线下一体化的生鲜超市品牌-小象生鲜。但不到一年，据亿欧网报道，美团从 2019 年 4 月 17 日起关

闭无锡、常州两地门店，主要原因为门店经营表现不佳；苏宁易购在 2017 年做出经营调整，将苏鲜生超市定义为“生鲜+餐饮+超市”消费方式的复合业态精品超市，但直到 2019 年中报，苏宁易购仍表示苏宁超市店仍处于模式探索阶段，暂未有运营成熟店面。

表 3: 生鲜电商 O2O 模式案例

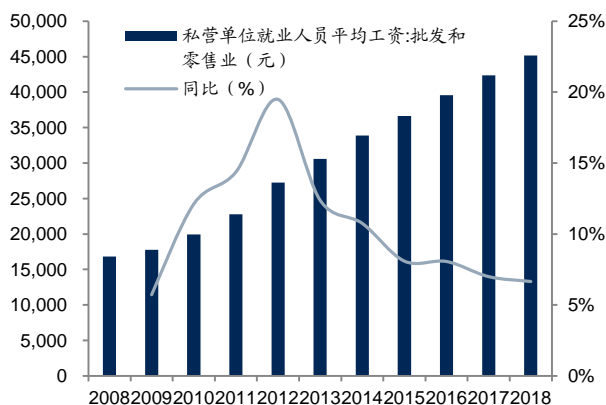
相关企业	O2O 超市品牌	品牌推出时间	品牌定位	市场表现
永辉超市	超级物种	2017 年	“零售+餐饮+APP”体验式消费的系列工坊	所属永辉云创板块 2017 年、2018 年 1-9 月净利润分别亏损 2.67 亿元、6.17 亿元
美团	小象生鲜	2018 年 5 月	线上线下一体化的生鲜超市	2019 年 4 月 17 日起关闭无锡、常州两地门店，主要原因为门店经营表现不佳
苏宁易购	苏鲜生	2015 年上线，2017 年布局线下实体店	“生鲜+餐饮+超市”消费方式的复合业态精品超市	直到 2019 年中报，苏宁超市店仍处于模式探索阶段，暂未有运营成熟店面

资料来源:公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

企业目前的亏损的主要原因在于 **O2O 模式下重资产的布局方式带来的较高成本压力**：一方面，生鲜 O2O 企业在物流配送体系的搭建成本相对较大；另一方面，生鲜 O2O 由于需要布局线下门店，且如果是创新的“超市+餐饮”下，为了保证消费者的就餐体验，分别对实体店的人工投入、经营面积和装修提出了较高要求，成本压力也较大。因此，相对其他生鲜电商模式，员工薪酬和租金也是生鲜 O2O 模式的主要因素。由于生鲜本身的毛利率水平较低，如果工资水平和房租出现较大幅度上涨，原本盈利不佳的企业将会受到更大冲击。

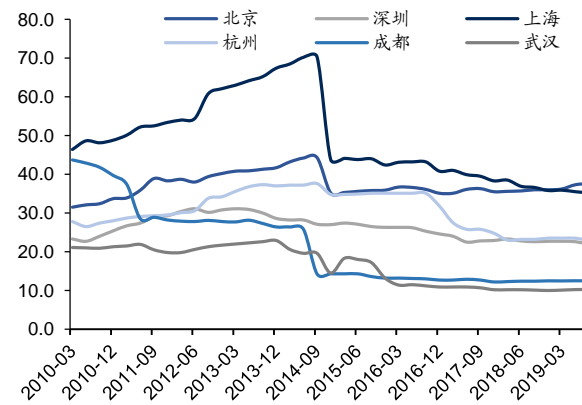
薪酬方面，以近年来批发零售业的城镇私营单位平均工资来看，从 2008 年的 16813 元/年上涨至了 2018 年的 45177 元/年，复合增速为 10.39%。房租方面，由于 O2O 模式目前主要集中的一线和二线城市，店铺租金自 2010-2014 年底上涨明显。因此生鲜 O2O 企业尽快找到合适的商业模式，提升客单价水平，抵御成本冲击。

图 31: 2008-2018 年全国批发零售业平均工资情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 部分一二线城市优质零售业首层租金情况



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券研究所整理

对于企业来说，积极利用不断成熟的大数据及人工智能等技术，可以有效缓解成本压力。一方面，大数据的应用可以有效帮助实现门店的合理选址，找到租金成本以及区域客流的平衡点，同时，通过大数据赋能配送服务体系，可以匹配最佳的配送路线及配送点，从而提升配送效率。另一方面，利用人工智能基于高维机器的学习模型可以加强对用户画像的分析，并预测其产品偏好，通过积累的用户数据深度挖掘与分析助力洞察消费者需求，为企业在优化线下门店

产品结构提供支持。

目前生鲜电商 O2O 模式包括互联网巨头向线下扩展和线下商超开通到家业务两种类型，前者以盒马鲜生为代表，后者以永辉超市为代表。

➤ 盒马鲜生：生鲜 O2O 领导者

盒马鲜生为阿里巴巴旗下新零售品牌，2016 年 1 月在上海开出第一家门店，致力于打造在线和线下消费场景融合的新消费体验。经过三年多的发展，截至 2019 年 12 月 31 日，盒马鲜生已在全国一二线城市拥有 197 家自营门店。通过线上线下的融合发展实现互补，其中成熟门店的线上业务占比为 60%左右，线下业务为 40%左右。此外，盒马鲜上打造的“生鲜超市+餐饮”模式筑起了线下壁垒，餐饮体验一方面能增加用户在店内逗留的时间，同时也方便临期生鲜产品的处理，降低损耗。

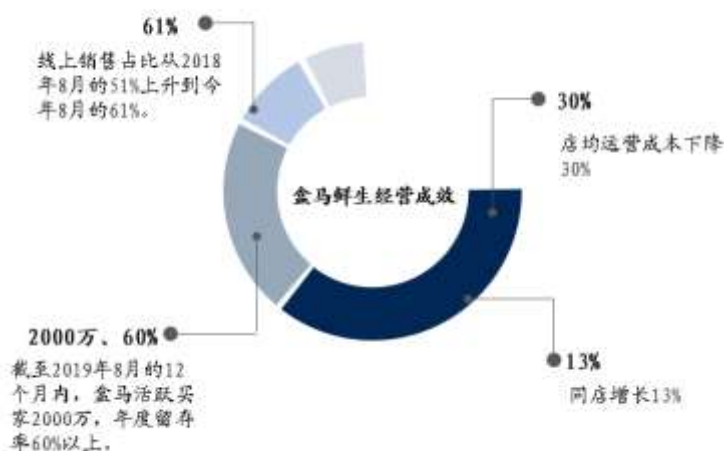
图 33：盒马鲜生发展历程



资料来源:公司公告、艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

根据盒马鲜生负责人侯毅在 2019 年阿里巴巴投资者大会上披露的数据，盒马线上销售占比从 2018 年 8 月的 51% 上升到 2019 年 8 月的 61%，同店增长 13%，店均运营成本大幅下降 30%，开业 12 个月以上门店的调整后 EBITDA 已经全部转正。**活跃用户方面**，截至 2019 年 8 月的 12 个月内，盒马活跃买家 2000 万，年度留存率 60% 以上。**冷链物流体系方面**，截至 2019 年 8 月，盒马建立了阿里巴巴最大的冷链物流体系，拥有 33 个常温低温仓，11 个加工中心，4 个海鲜水产暂养中心。

图 34：盒马鲜生经营成效（截至 2019 年 8 月）



资料来源:2019 年阿里巴巴投资者大会、国信证券经济研究所整理

经营策略：门店业态不断创新，大数据应用提效降本

盒马自问世之初就不断进行探索和实践，主要包括尝试不同的门店业态和充分利用技术优势提升顾客消费体验、优化供应链体系两方面。

图 35：盒马鲜生主要业务



资料来源：公司公告、艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

1) 门店业态迭代创新，形成大小门店多业态布局。

盒马鲜生诞生之初主营综合大店，面积在 4000 平方米以上，且选址多位于一二线城市主城区，满足了主城区消费者对 SKU 丰富度和到家服务的需求。但前期投入较大、选址较难，且门店覆盖度和配送范围难以满足消费者对于便利性和即时性的需求。

为此，盒马鲜生在大店主攻城市核心商圈的基础上相继推出六种新业态，具体包括：**1) 盒马 F2 便利店**，定位 office 商圈，为商务白领提供早中晚餐以及下午茶；**2) 盒马菜市**，定位城市社区、郊区，以面销为核心的菜场形式的电商，专注于消费者一日三餐的食材；**3) 盒马小站**，定位城区内的网络覆盖和补充，类似前置站，满足生鲜到家配送业务；**4) 盒马 mini**，定位于郊区、镇和乡，根据社区不同特征进行品类调整；**5) Pick'n Go**，定位于满足通勤的早餐需求，消费者扫码自提；**6) 盒马里**，线上线下打通的社区购物中心，解决消费者在周末的消费需求。我们认为，盒马多业态门店布局的出发点是基于消费场景，旨在解决消费者不同的需求。例如盒马 F2 解决了消费者在办公室的需求，盒马里解决消费者周末的综合需求，pick'n go 解决通勤的快速餐饮需求。

表 4：盒马现有门店业态介绍

业态名称	推出时间	定位	面积	概况
盒马鲜生	2016 年 1 月	城市核心商圈、CBD	4000 m ² -6000 m ²	生鲜超市+餐饮+到家业务
盒马 F2	2017 年 12 月	office 商圈	800 m ² 左右	便利店+餐饮，为商务白领提供早中晚餐以及下午茶。
盒马菜市	2019 年 3 月	城市社区、郊区	1000p m ² -3000 m ²	菜场化的盒马小店业态，以面销为核心的菜场形式的电商，专注于消费者一日三餐的食材
盒马小站	2019 年 4 月左右	城区内的网络覆盖和补充	300 m ² -500 m ²	满足生鲜到家配送业务
盒马 mini	2019 年 6 月	郊区、镇、乡	500 m ² -1000 m ²	简约版盒马鲜生，瞄准社区
Pick' n Go	2019 年 7 月	满足通勤早餐需求	-	主打扫码自提，节省排队时间
盒马里	2019 年 11 月	社区	4000 m ² 左右	线上线下打通的社区 Mall(购物中心)，解决消费者在周六、日的消费需求

资料来源：亿欧网、联商网、国信证券经济研究所整理

2) 利用智能技术，提升消费体验并实现整体经营、决策能力和效率的提升

盒马利用实体店面作为在线订单的仓库，并实现送货上门，同时又为消费者提

供丰富且有趣的到店购物体验；消费者在逛会员店的同时，也可以在手机上搜索商品、购物；盒马根据过往交易数据提供个性化的推荐，同时根据位置数据进行最有效率的配送；借助数据技术，盒马也实现了更短的采购流程、提升了供应链透明度和可视化程度。

3) 发力自有品牌，销售占比达 10%以上。

由于自有品牌毛利率较高且较容易增强用户粘性，近年来成为各大零售商的重要布局方向。盒马在 2016 年问世之初便推出了自有品牌一盒马五常大米，此后相继推出涵盖坚果、牛奶、海鲜、生活用品等的自有品牌。截至 2019 年 8 月，盒马鲜生自有品牌占比已经达到了 10%以上，比如日日鲜豆浆（更浓的豆浆）、泰国虾仁、Newland 和牛等。

盒马鲜生推出自有品牌时还考虑了消费者的差异性，针对不同的消费能力和消费习惯推出不同的产品，力求打造差异化竞争。如盒马工坊、盒马日日鲜主要满足大众日常生活，涵盖肉禽蛋奶、家居生活用品、自制熟食等；帝皇鲜和盒马金标则主打进口食材，如盒马南极银鳕鱼扒、盒马冰鲜三文鱼扒等，面向追求高品质消费人群。

表 5: 盒马鲜生自有品牌的商品体系

需求类别	自由品牌
普通家庭的一次三餐所需	盒马蓝标、盒马工坊、盒马日日鲜，涵盖肉禽蛋奶、家居生活用品、自制熟食等
高品质消费人群的生活所需	帝皇鲜和盒马金标主打进口食材
消费者对于全球稀缺商品的需求	盒马黑标，全球稀缺商品

资料来源:亿欧网、国信证券经济研究所整理

► 永辉超市：传统超市积极转型布局 O2O 的代表

永辉超市成立于 2001 年，是中国较早将生鲜农产品引进现代超市的企业，也是积极布局生鲜 O2O 的商超之一。早在 2013 年，永辉超市便试行推出了生鲜电商网站“半边天”，但由于销售不佳等原因而下线。不过，永辉超市在 2014 年调整战略后重振旗鼓，在福建 8 家门店成功试运行“永辉微店”O2O 商业平台，并在 2015 年获得京东入股后入驻京东到家平台。同年永辉云创成立，包含永辉生活店、超级物种、永辉生活 app 等业务，其中超级物种于 2017 年 1 月问世，致力于打造“零售+餐饮+APP”体验式消费的一系列工坊。

2018 年底剥离云创板块后，永辉超市开始探索 mini 社区店，并在 2019 年 9 月上线“永辉买菜”APP，依托于快速扩张的 mini 店发展到家业务。

图 36: 永辉超市 O2O 业务探索之路



资料来源:公司公告、公司官网、界面新闻、国信证券经济研究所整理

截至 2019 上半年，永辉超市的到家业务已覆盖 22 个省区的 109 个城市，共计 518 家门店为消费者提供到家服务，实现销售额 13.3 亿元，月均增速保持 7.1%，线上销售占比 3.4%，同比提高 111%。其中，京东到家连接公司超市门店 407 家，新增 112 家。mini 业态方面，上半年共实现了 19 个省份 50 个城市的覆盖，开业 398 家，平均面积 488 平米，合计营业收入 5.5 亿元。

图 37：永辉超市 O2O 业务经营成效



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

从永辉超市 O2O 业务的探索之路可以看出，其一直在尝试新业态，谋求线上线下融合发展。不过鉴于新零售业态的激烈竞争以及自身在该领域遇到的困境，公司自 2018 年末调整了经营战略，回归本源，以超市业务为核心，原先为尝试新零售模式所设立的“云创板块”实现出表培育。不过，永辉超市并未放弃 O2O 业务，依旧坚持做到家业务，强化到家能力，具体举措包括：

1) 自建 APP+入驻京东到家，连接线上消费者。2015 年 11 月，永辉超市正式入驻京东到家平台，为生鲜网购用户提供选择。2017 年上半年，永辉超市又推出了自主研发的永辉生活 APP，覆盖线下所有业态门店，提供在线活动和商品推荐，并实现在线下单和结算。云创业务出表后，永辉超市又在 2019 年 9 月上线了“永辉买菜”APP，依托于快速扩张的 mini 店发展到家业务。总体而言，公司一方面打造自营线上 APP，另一方面与互联网巨头合作快速拓展线上业务，强化线上场景服务能力，深入社区。

2) 优化线下门店，完善配送网络。为更好的提供即时配送服务，永辉推行店仓一体化布局，截至 2019 上半年，共计 518 家门店为消费者提供到家服务，覆盖 22 个省区 109 个城市。并在 2019 年上半年公司试水永辉 mini 店业态，定位社区生鲜超市，平均面积在 440m²左右，采用店仓一体化经营模式，与云超大店形成协同，实现点连成片的战略布局。

3) 大科技板块助力到家业务。永辉超市在 2018 年推动“科技永辉、数字赋能”的数字化转型战略的实施，其大科技板块支撑到家业务的 C 端应用及线上中台建设与优化，完成社区团购、永辉超市小程序的开发落地与推广。公司积极推进智能化，实现精准营销和经营效率提升，在 2019 年 7 月底完成仓端销量预测的应用试点，8 月底完成基于会员画像的营促销应用及卫星仓智能履约的应用试点。

图 38: 永辉 mini 店简介



资料来源:公司公告、联商网、国信证券经济研究所整理

垂直电商模式: 全程把控生鲜供应链, 前置仓模式提升效率

2005年易果生鲜的问世, 将垂直生鲜电商带入公众视野。此类模式深耕生鲜产品领域, 自建线上平台进行销售, 自身拥有生鲜农产品资源、供应渠道和销售渠道, 大部分可以覆盖周边5公里内的消费者, 目前以每日优鲜、叮咚买菜、易果生鲜等为代表。为提升配送效率, 此类平台往往会采用前置仓模式, 即在离用户最近的地方布局集仓储、分拣及配送于一体的仓储点, 将产品配送到家。做到离消费者更近, 提升配送效率。

图 39: 生鲜电商前置仓模式



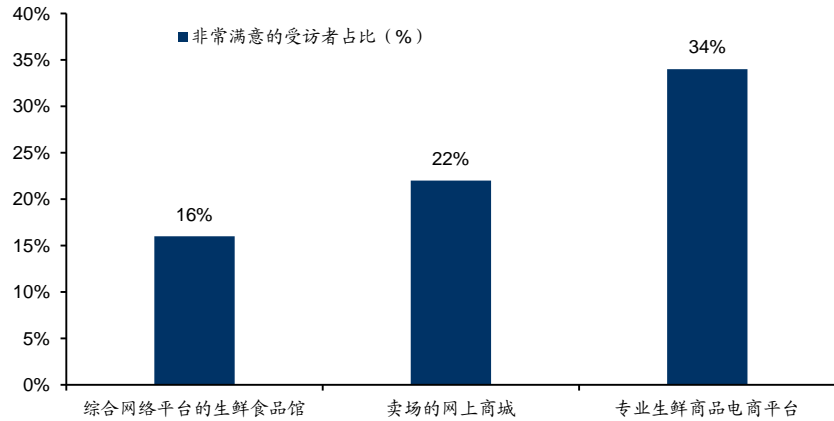
资料来源:国信证券经济研究所

模式优势: 专注生鲜带来较高消费者体验

专注生鲜领域是垂直类平台成立的初衷, 也是其最大的优势所在: 一方面, 该类平台往往从源头开始介入生鲜产业链的各个环节, 上游采购优选食材, 全程冷链配送保持新鲜, 前置仓布局快速配送, 提升消费者购物体验。另一方面, 由于专营生鲜产品, 该类平台往往积累了大量用户的生鲜消费数据, 做到洞察消费者需求。

从实际购物习惯来看, 消费者或倾向于选择更专业的服务。如波士顿咨询公司和阿里研究院曾在中国生鲜消费趋势报告中表示, 无论线上还是线下, 消费者更满意专业的生鲜购买渠道。以进口肉类为例, 消费者对于专业的生鲜商品电商的满意度高出综合网络平台的生鲜食品馆18个百分点。

图 40: 消费者更满意专业的生鲜购买渠道

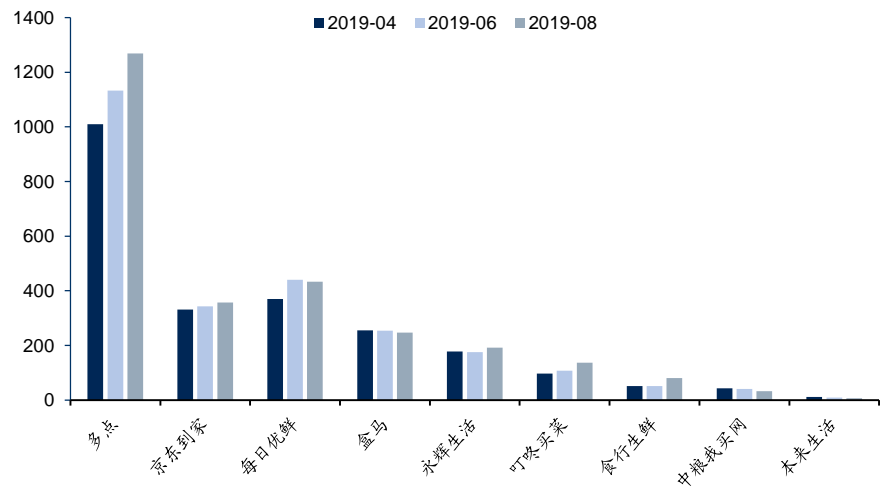


资料来源:波士顿咨询、阿里研究院、国信证券经济研究所整理

➤ 痛点及解决: 缺乏用户基础, 前期引流成本高

我们认为, 首先, 相较于生鲜电商 O2O 企业和综合电商平台, 垂直生鲜电商平台在用户基础上的劣势明显。O2O 平台线下门店利于引流, 综合电商平台天然享有用户和流量优势。因此, 从 APP 的月活跃人数看, 除每日优鲜外, 其他垂直类生鲜电商平台的月活跃人数明显低于综合类和 O2O 类平台。如京东到家 2019 年 8 月的月活跃用户数为 357.4 万, 而叮咚买菜为 137.1 万, 本来生活仅 7 万。因而生鲜垂直电商为引流和培养用户习惯, 烧钱补贴成为常用方式。此外, 企业前期的供应链建设和前置仓布设成本压力同样较大, 这些都对企业的资金链能力提出了极高的要求。

图 41: 生鲜电商 APP 的月活跃人数情况 (万人)



资料来源:易观、国信证券经济研究所整理

因而在企业发展的初期, 为同时解决资金和引流问题, 与流量平台龙头的战略合作是普遍做法。从实际情况也可以看到, 大众较为熟知的每日优鲜、天天果园、易果生鲜等平台, 此前均分别获得过腾讯、京东和阿里的融资, 从而为其在资金、流量等方面带来优势。

表 6: 垂直生鲜电商平台重大融资事件

平台	重大融资事件
每日优鲜	2015 年 11 月获腾讯产业共赢基金和浙商创投的 2 亿元 B 轮融资
	2017 年 1 月完成 1 亿美元 C 轮融资, 由联想创投和浙商创投旗下管理基金领投
	2018 年 9 月完成 4.5 亿美元融资, 由高盛、腾讯等领投
天天果园	2015 年 5 月获 7000 万美元 C 轮融资, 京东领投
	2016 年 8 月, 完成 1 亿元 D+轮融资, 投资方为张江高科
易果生鲜	2016 年 11 月完成 C+轮融资, 由苏宁投资集团领投
	2017 年 8 月获天猫 3 亿美元 D 轮融资

资料来源:投资界、36 氪、联商网、国信证券经济研究所整理

而从长期来看, 垂直类生鲜电商平台享受着生鲜电商行业崛起的整体机遇, 特别是新世代消费人群的崛起带来的客群增量以及渗透率的提升, 有利于节约垂直类平台的获客成本。如前文分析指出, 年轻中产在购买生鲜产品时更注重便利性和专业性, 这也契合这一生鲜电商模式的发展理念。

➤ 代表企业: 每日优鲜

每日优鲜成立于 2014 年 10 月, 是一家专注于生鲜产品销售的的电商平台, 致力于全程把控生鲜供应链, 打造社区前置仓模式, 辐射周边 3 公里用户, 实现最快 30 分钟配送上门。每日优鲜先后获得腾讯、君联、高盛等优质资本的青睐, 保持较快发展态势, 在垂直生鲜电商领域, 其营收规模、用户规模以及盈利能力方面保持行业领先水平。综合易观、Quest Mobile、Trustdata 等平台监测的生鲜电商 APP 月活数情况, 每日优鲜在垂直类平台里名列前茅。

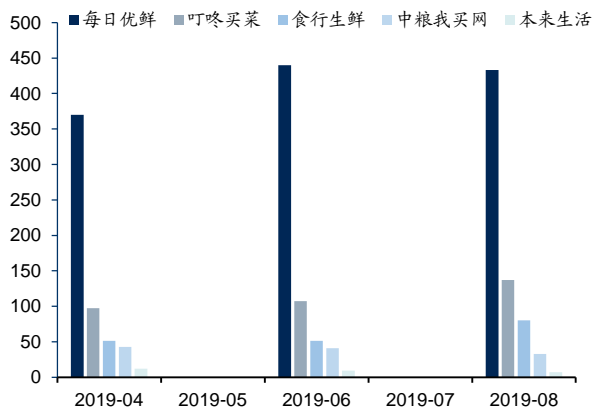
图 42: 每日优鲜发展历程



资料来源:公司官网、联商网、国信证券经济研究所整理

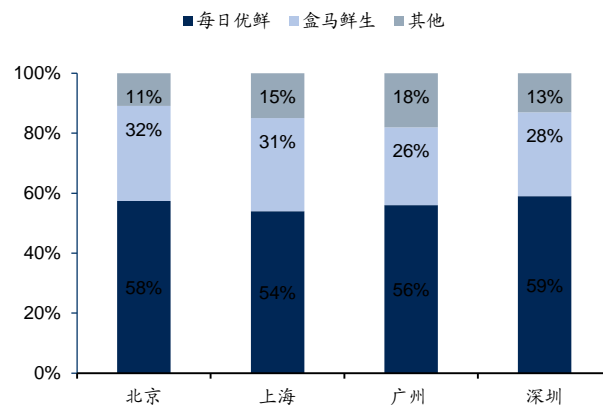
经过五年的发展, 在垂直类生鲜电商平台里, 每日优鲜在用户活跃度和渗透率方面取得了较好的成绩。易观公布的生鲜电商榜单显示, 2019年4月、6月、8月, 每日优鲜的月活跃人数分别为 369.9 万、439.9 万和 433 万, 高于叮咚买菜、食行生鲜、中粮我买网等平台。从用户占比来看, Trustdata 公布的《2019年1-9月中国移动互联网行业发展分析报告》显示, 2019年Q3一线城市生鲜应用用户占比方面, 每日优鲜在北上广深的占比均超过 50%, 处于领先地位。

图 43: 垂直生鲜电商 APP 的月活跃人数情况 (万人)



资料来源: 易观、国信证券经济研究所整理

图 44: 2019 年 Q3 一线城市生鲜应用用户占比 (%)

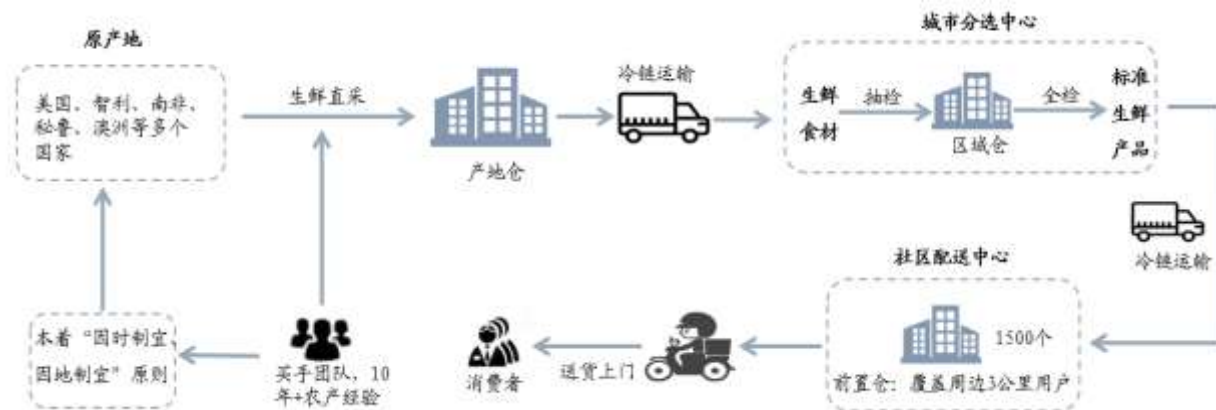


资料来源: Trustdata 移动大数据监测平台、国信证券研究所整理

经营举措: 全程把控产业链, 持续加码前置仓

1) **全程把控产业链:** 每日优鲜坚持从源头开始, 专业买手团队去往美国、智利、南非、秘鲁、澳洲等多个国家精选食材, 冷链物流体系覆盖这个运输和储存过程, 城市分选中心+社区配送中心辐射周边 3 公里用户, 自有配送团队实现一小时内送货上门。

图 45: 每日优鲜全程把控产业链示意图



资料来源: 艾媒咨询、公司官网、国信证券经济研究所整理

2) **持续加码前置仓业务, 实现数字化支持:** 早在 2015 年, 每日优鲜便开始布局前置仓业务, 力求接近消费者。彼时 1.0 版本的前置仓仓均面积在 100-150 m², SKU1200+, 年坪效 8-10 万/m²。2019 年 2 月, 每日优鲜推出前置仓 2.0 版本, 仓均面积增加到 300-500 m², SKU 增加到 3000+, 年坪效可达到 10 万-12 万/m²。并在 2019 年 6 月宣布与腾讯智慧零售达成战略合作, 在智慧物流方面进一步实现前置仓的高人效、高坪效, 并在智慧供应链方面建立由数据驱动的敏捷供需关系。

图 46: 每日优鲜前置仓 2.0 版本与 1.0 版本对比情况

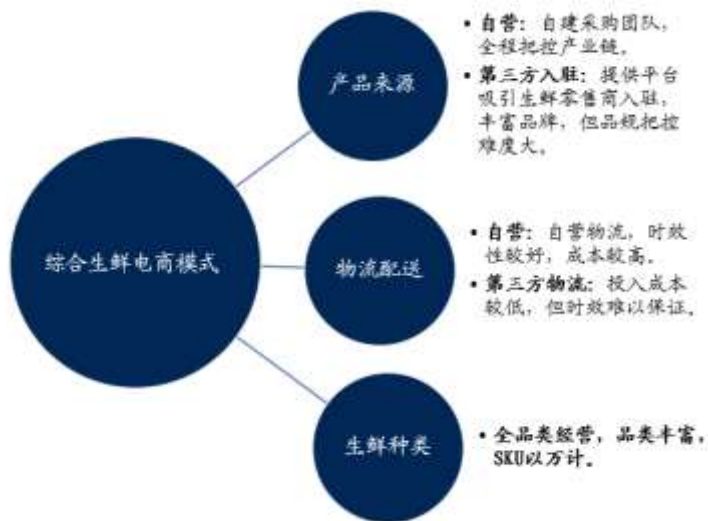


资料来源:联商网、国信证券经济研究所整理

综合电商模式: 享受流量及品牌优势

此类模式是综合电商平台开设生鲜频道的体现。天猫、京东、苏宁等平台均有布局, 通过自营或者第三方商家入驻的方式销售生鲜产品。其最突出的优势在于天然享有流量优势, 具有规模经营、品牌效应特征, 且品类丰富, 经营范围大。不过平台化的问题在于对入驻商品品规把控难度大, 可能会造成消费者体验感下降。

图 47: 综合生鲜电商模式的概况及特征



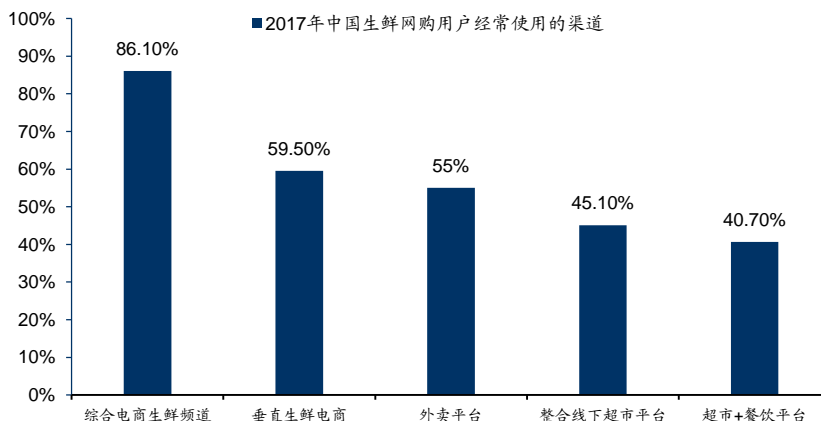
资料来源:艾瑞咨询、联商网、国信证券经济研究所整理

➤ 模式特征: 流量优势明显, 用户体验有待提升

1) 优势方面, 如前文所述, 综合类平台最大的优势在于电商平台前期庞大的用户基数, 获客成本较低, 流量丰富, 且往往具有较大的品牌影响力。据艾瑞咨询统计, 目前综合电商平台为网购生鲜最常用的渠道, 超过八成的生鲜网购用户经常在综合电商平台生鲜频道购买生鲜食品, 综合电商平台流量优势明显。

因此, 综合类生鲜电商借助其较大的品牌影响力、专业的互联网营销团队和资金优势, 通过一系列营销活动和其他品类的带动, 有望充分受益于未来生鲜网购习惯的养成和渗透率的提升。同时生鲜高频刚需的消费特质也帮助平台自身扩大了优质流量来源, 在当前流量成本越来越高的背景下, 通过与平台内其他品类消费的相互导流, 进一步提升了电商平台整体的变现能力。

图 48: 2017 年中国生鲜网购用户经常使用的渠道 (%)

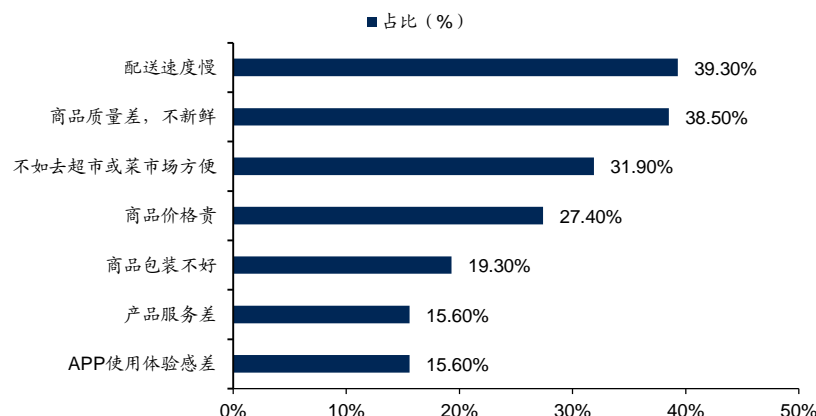


资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

2) 劣势方面, 由于主要采用第三方商家入驻模式的情况下, 虽然可以做到以较低成本的方式丰富产品种类, 满足消费者多样化需求, 但同时意味着**物流配送服务和品规质量把控难度加大**。因而缺少了对消费者体验过程的把控。这样的背景下, 可能造成消费者体验下降, 日活和复购率下降的风险。而从实际调研数据可以看出, **配送速度慢和商品品质差是用户不确定或不会继续网购生鲜食品的两大大原因, 选择比例分别为 39.3%和 38.5%**。但当自营力度加大时, 需要从源头开始把控产业链, 采购、物流和人工成本都会大大增加。因此如何平衡自营和第三方商家入驻的关系是综合类平台面临的主要难题。

同时, 外部竞争者也在崛起, 主要是生鲜电商 O2O 平台以及垂直类生鲜电商平台, 都在加大流量获取方面的投入力度。因此, 综合类平台虽然在电商领域耕植多年, 积累了流量和口碑, 但考虑到生鲜品类高度非标准化的特性和消费习惯仍处于培育期, 目前市场尚未形成具有绝对优势的经营模式, 综合类平台仍然面临流量优势流失的风险。

图 49: 2017 年中国生鲜网购用户不确定或不会继续网购生鲜食品的原因及占比



资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

代表企业: 京东生鲜

京东在 2012 年 7 月正式上线了生鲜频道, 在积极吸引商家入驻的同时, 不断搭建和完善自营生鲜供应链及配送体系, 到 2013 年 9 月便上线了自营生鲜业务。京东生鲜致力于拓展全产业链, 从上游开始自建或共建产业, 从源头进行品规把控; 在配送方面, 京东自营冷链配送体系不断升级, 提升配送效率。

随着生鲜事业的不断推进，2016年1月，京东成立生鲜事业部，独立发展生鲜业务，结合物流供应链的优势，可以实现覆盖地区当日或者次日达。另外，京东生鲜与永辉超市、沃尔玛等线下零售企业达成战略合作，投资天天果园等生鲜企业，多方布局，进行全渠道销售，增强生鲜供应链的把控能力。

图 50: 京东生鲜发展历程



资料来源:易观、艾瑞咨询、联商网、国信证券经济研究所整理

据京东官网介绍,全品类发展的京东生鲜已成为线上最大的生鲜零售平台,目前拥有 32 万个 SKU,覆盖海鲜水产、水果、蔬菜、肉禽蛋品等,可为消费者提供超过 50 个国家和地区的生鲜产品,并通过 7FRESH 七鲜超市线上线下相结合为消费者创造最佳客户体验。

图 51: 京东生鲜频道界面



资料来源:国信证券经济研究所

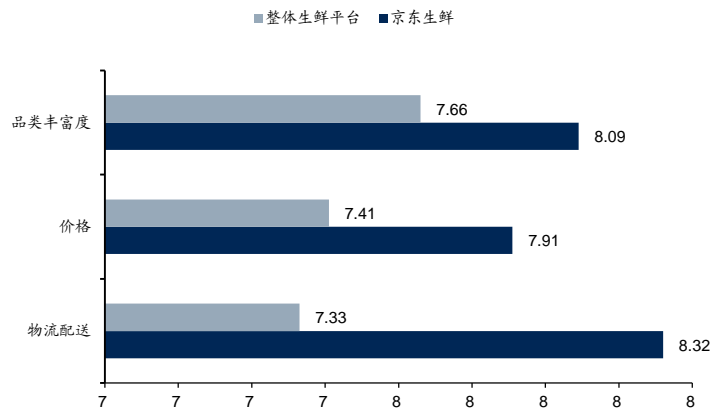
经营举措: 积极发展全产业链解决方案

1) **上游直产, 把控品质。** 京东生鲜从上游开始便自建生鲜产业, 监管质量, 或与当地农户形成联盟, 从源头把控质量。如京东生鲜通过一系列自研技术, 打造出“跑步鸡”、“游水鸭”、“飞翔鸽”等自有品牌, 作为扶贫项目的同时也提升了自有供给; 此外, 京东生鲜还在 2018 年 12 月自建了水培蔬菜基地, 总面

积达 1 万多平米。

2) 原产地直采，减少中间环节。 京东生鲜建立专业化的买手团队，积极开展直采业务，降低成本，同时确保产品质量。在直采的业务布局下，京东生鲜获得了不少新产季产品的首发权，甚至是独家首发权。如据《北京晨报》消息，2017 年 7 月 14 日，京东生鲜加拿大馆正式开馆，加拿大成为首个在京东开设生鲜馆的国家，开创了国内电商设立生鲜国家馆的先例。

图 52: 2017 年中国生鲜网购用户对京东生鲜满意度高于行业整体



资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理注:分值越高,代表满意度越高

3) 自营+入驻，满足消费者多样化产品需求。 在销售环节，通过自营+积极吸引商家入驻的方式，实现品类上的拓展和延伸，丰富消费者的选择。

4) 物流方面，建立全国冷链物流网络。 京东的冷链物流全程高品质保证生鲜产品运输过程中的“鲜和质”，截至 2019 年 6 月，京东冷链已经在全国 11 个核心城市拥有 18 个全温层冷库，生鲜冷链配送已覆盖全国 300 个城市。

图 53: 京东生鲜在全力拓展“全产业链供应链”方面的四大优势



资料来源:京东大数据研究院、国信证券经济研究所整理

长期胜负手：回归产品，供应链决定企业走多远

供应链管理的本质可以概括为通过协调、管理从源头采购到产品销售环节上每个成员之间的物流、信息流和资金流，实现以最小的成本给与消费者最优的服务，提高经营效率从而增强市场竞争力。我们认为，对于生鲜产业来说，模式的创新很难构成壁垒，容易被拥有更大流量和资金实力的对手所模仿，只有深耕供应链才能使企业长期立于不败之地。

生鲜产业链跨度较长，产品非标准化明显

生鲜产业链较长，一般包括上游供货方、中游供应商、生鲜商家、物流、终端消费者，从农业、物流到零售横跨三个产业，产业对接难度大，效率低。同时，相对于家电、服装、化妆品等电商渠道相对成熟的行业，生鲜产品的保鲜、储藏与运输具有明显的非标准化，因此生鲜从生产到消费成本高、损耗高、加价高，一直以来都是相关企业运营的最大难点

图 54：生鲜电商产业链情况



资料来源:艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

1) 供应链水平的提升帮助优化产品力，带来客户消费习惯及复购水平提升

整体来看，虽然有此次“新冠”肺炎疫情带来的需求端刺激，但是也暴露出了一定的供给端问题，短时间需求的集中爆发给平台的供应链带来的巨大压力，缺货少货、运力不足问题凸显出来，进一步考验着经营企业的供应链能力。如果企业没有较好的解决这些问题的话，消费者对生鲜电商的使用体验感较差，则无法真正形成消费习惯，那在疫情恢复后，各平台的引流获客成本又将回到居高不下的水平。因此，供应链水平的高低决定了企业能否持续的向消费者输出稳定高品质产品，有利于提升消费者粘性，对于吸引客流有着长期的作用。

同时，当前消费者需求端对于产品的丰富度以及及时性的需求越来越强的情况下也在倒逼企业加大供应链的改革。举例来看，如海鲜的不同品类对加工方法、水温、盐度以及含氧量的要求都不尽相同，不同品类的蔬菜保鲜更是对日照、温度、湿度等外部环境要求差异很大。

表 7: 海鲜品种的多种分类方法

细分方法	涵盖种类
一般分类	贝类、鱼类、蟹类、虾类等
产地	国产、东北亚、非洲、美洲、阿拉斯加、印度洋等
养殖方法	野生、海水圈养、鱼塘养殖、放养等
加工方法	冻品、活鲜、冰鲜、干货等

资料来源:国信证券经济研究所

而生鲜产品的越来越非标化对于经营企业的仓储物流、购销策略提出了更大难题，反映到结果上就会产生旺盛且不断升级的消费需求与高品质商品供给不稳定之间的矛盾，一定程度上也将倒逼企业加强供应链投入。

2) 供应链水平的提升优化企业盈利能力

生鲜产业虽然规模空间巨大，但毛利普遍低于 20%，成本高企成为其身处其中的企业所共同面临的发展核心障碍。而通过供应链运营能力的提升可以帮助企业从降低采购成本，降低损耗率，优化流程，提高配送等方面带来运营效率的提升，最终达到提升企业盈利能力的效果。

而企业要解决供应链难题，还得从供应链的各个环节着手布局。我们认为，基于生鲜供应链横跨农业、物流和零售三个环节，经营企业可分别对应的从选品采购、冷链物流、仓储配送等方面着手强化供应链体系。

选品采购：供应链管理的源头

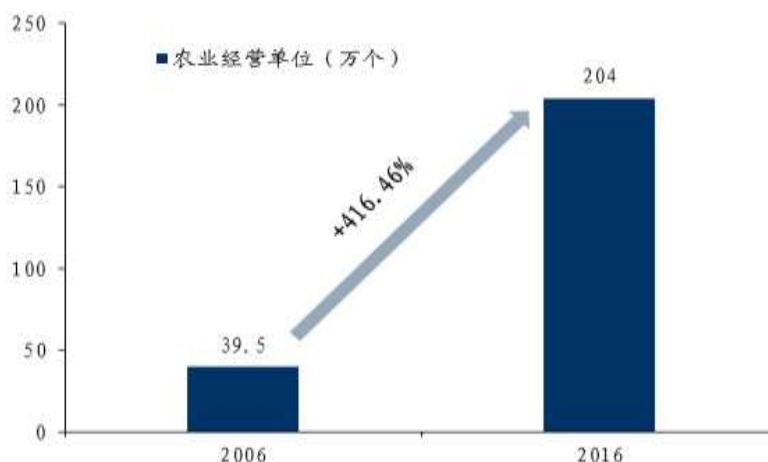
企业的采购是供应链管理的起点，也是与上游供货方的联系点。相较于传统采购模式，基于供应链管理的采购模式已经从满足库存生产为主向需求驱动转变，较好的避免了库存积压。生鲜零售商正是希望打造出符合市场需求的弹性采购能力，建立稳定的供应渠道，从而在保证生鲜品类鲜活度的同时降低产品损耗、渠道加价等采购成本，提升竞争力。

➤ 小农经济现状带来采购难度，有望随规模化进程逐步改善

中国目前大多数地方仍然是精耕细作的小农经营模式为主，个体户众多的情况导致各地生鲜品种、质量、价格不统一，农产品品质缺乏标准，使得采购难以规模化进行。根据国内第三次农业普查结果，2016 年末，具有较大农业经营规模，以商品化经营为主的规模农业经营户为 398 万，占有所有农业经营户的比重约为 2%，与国际水平相比仍处于较低水平。

但整体来看，我国农业专业化的进程正在不断加速。根据 2016 年普查情况，我国具有法人资格的农业企业、协会、专业合作社构成的农业经营单位达到 204 万个，较 2006 年增长了 417.4%，占全国实际耕地耕种面积比重 11.6%。并且，规模农业经营户和农业生产经营单位合计占全国实际耕种的耕地面积的近 29%。未来，随着我国农业生产的规模化、专业化发展不断推进，将有助于农产品的标准化、品质化程度的提升，这也为生鲜电商规模化采购提供了便利。

图 55：中国农业经营单位数量增长情况



资料来源:全国农业普查、国信证券经济研究所

➤ 从产品规划入手，优选采购模式

为打造出符合市场需求的弹性采购能力，并建立稳定的供应渠道，我们认为企业需要从选品和采购模式两方面考虑。**选品方面**，生鲜产品种类丰富，消费人群广阔，企业需要明确目标客群和商品档次，才能科学合理地对产品分类，根据品类角色实行差别管理。**采购模式方面**，定位明确后，接下来企业会依据客群和商品定位，发展阶段和产品特性等因素，选定适合自身发展的采购模式。

1) 选品：根据客群特征确定采购方向，深耕细分品类打造自有爆品引流

生鲜企业首先需要确定目标客群的喜好特征及消费水平，客群定位直接影响产品引进计划。如盒马鲜生的目标客群定位于一二线中高端用户，门店多位于一二线城市的核心商圈，则布局自有品牌的金标产品能有效满足高品质消费人群的生活所需。

同时，有针对性的深耕特色品类，打造爆品，可以实现有效的获客引流。如帝王蟹、波士顿龙虾等民间爆款往往成为经营者力推的特色产品，**通过特色产品在采购端的针对性布局，可以打造出爆品实现引流，并为企业打造差异化优势。**如大润发曾推出中高端自有品牌“钻典”，系类商品包括大米、水和肉类。对于提升企业的知名度也有较大帮助。

2) 采购模式：以获得稳定、优质低价的货源为核心选择适合模式

目前生鲜零售存在多种采购模式，根据采购主体不同，可分为总部统一采购，区域统一采购和门店自采；根据采购是否有中间环节可分为直接采购和间接采购，前者指向制造商或者基地农户采购，后者则是通过批发商、代理商等采购生鲜产品；而按照采购渠道还可分为基地采购、当地采购、远程采购和批发市场采购。

整体来看，基地直采模式较受关注，通过自建基地或者深入源头直接向生产商进行采购，有利于加强对产品质量的源头控制，减少流通环节，在保证产品质量的同时也保持了价格低廉。**不过，此类模式往往对于企业的资金实力、采购规模、买手团队的规模和能力提出了较高的要求**，在此前深耕多年，且有着稳定的需求规模的企业往往能通过这一模式建立起较高的经营壁垒。最终具体选定哪种采购模式则需要企业综合考量自身发展阶段，资金和团队实力以及不同品类的特征，**核心是为获得稳定、优质低价的货源，以保证长期竞争力。**

表 8：生鲜产品的主要采购模式

分类方法	采购模式	具体说明
采购主体	总部统一采购	采购合同由总部采购部门统一洽谈，一般采购量大
	区域统一采购	公司将采购权分配到各区域，由各区域在核定的商品资金定额范围内，直接向供应商、生产基地或农户采购商品
采购是否有中间环节	门店自采	采购由各门店根据具体需求进行
	直接采购	直接向生产商采购，为目前市场较为关注的采购模式
采购渠道	间接采购	通过生产商的代理商、批发商进行采购
	基地采购	向农产品合作基地或自建基地进行订单采购
	当地采购	当地种植农户合作，进行采购
	远程采购	打破区域限制，依据季节性、特色性在全国采购生鲜产品
	批发市场采购	通过批发市场采购生鲜产品

资料来源：家家悦招股书、永辉超市招股书、国信证券经济研究所整理

➤ 永辉超市：“统采+直采”并行，保障获得稳定、优质低价的产品

首先，永辉超市在成长过程中逐步建立了覆盖各层级消费人群的发展格局。除原有红标店定位于民生超市外，永辉超市于 2010 年底在重庆推出了 BRAVO 绿标店，从门店的购物环境、商品品类、服务水平等方面进行全方位的更新升级，探索全新的高端超市品牌，属于精品超市。此外，永辉超市在 2017 年推出的超级物种，汇聚全球优质商品，属高端超市和生鲜餐饮的混合，定位轻时尚和

轻奢餐饮。我们注意到，永辉超市实现多层次消费人群覆盖实际上利于其开展直采模式。因为生鲜直采往往订单量大，实行包销采购，但生鲜标准化程度低、品质难以把控，在大规模直采中产品质量、外观等难免出现差别，多层次消费人群的布局则有利于永辉超市消化相应产品。

表 9: 永辉超市门店业态定位

门店业态	定位
红标店	民生超市
BRAVO 绿标店	精品超市，探索全新的高端超市品牌
超级物种	高端超市和生鲜餐饮的混合，定位为轻时尚及轻奢餐饮

资料来源:公司公告、联商网、国信证券经济研究所整理

而在采购模式方面，“统采+直采”并行，保障获得稳定、优质低价的产品。永辉超市生鲜产品主要实行全国+区域统一采购的模式，因时制宜、因地制宜，实现规模化采购。并通过产地直采以及与生鲜源头生产商、制造商合作，统一向养殖户或生鲜基地进行直接采购，从源头把控产品质量、降低中间环节加价率，获得价格优势。为提升直采专业水平，公司建立了一批专业化的买手团队，目前专业买手逾千人，深入各地，根据消费者真实需求进行全品类选品。此外，公司还通过股权投资或合作的方式深度绑定上游供应商，如 2017 年 1 月，永辉超市通过全资子公司永辉控股有限公司收购了全球零售服务商达曼国际 40% 的股权，2017 年 3 月入股星源农牧公司，该公司主营主营生猪养殖与销售，绿色蔬菜、水果、食用菌的种植、栽培与销售等业务。

表 10: 永辉超市通过股权投资或合作强化上游采购能力

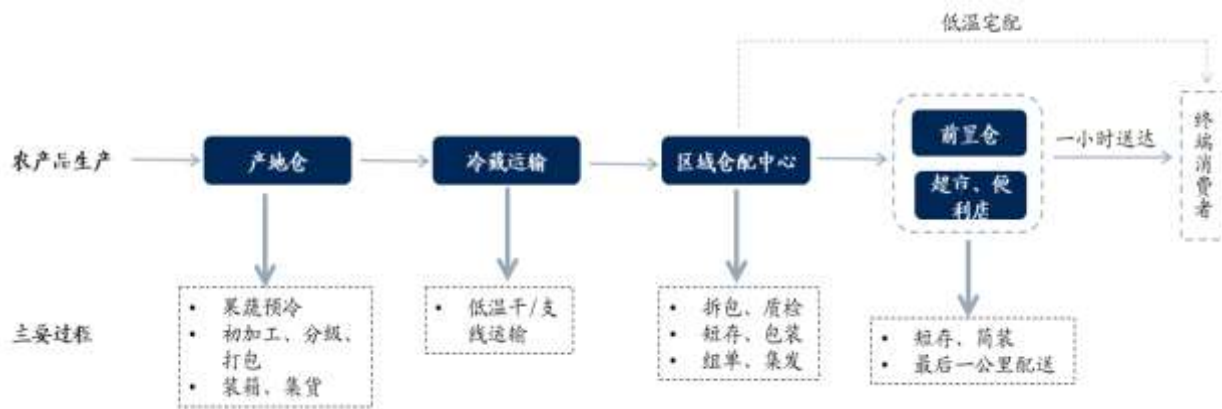
时间	具体内容
2015.02	永辉超市与香港怡和集团旗下牛奶有限公司签署《认购协议》，牛奶公司为永辉超市开放采购供应链，使境外优质产品陆续进入永辉超市店面
2017.01	收购全球零售服务商达曼国际 40% 的股权，以强化公司供应链能力
2017.03	入股生猪、蔬菜类生鲜制造商——星源农牧，持股 20%
2018.03	入股水产品制造商——国联水产，持股 10%
2018.06	入股黑猪生产企业——湘村股份，持股 9.93%
2018.06	入股鲜鱼水产品加工食品企业——闽威实业，持股 19.69%
2019.11	与澳大利亚本土最大连锁超市 Woolworths 合作，成为 Woolworths 在中国首家线下全品类落地销售的零售渠道

资料来源:公司公告、永辉内刊、国信证券经济研究所整理

冷链物流: 供应链的核心环节, 有效降低损耗率

作为生鲜产品从产地到生鲜企业的传输链接，冷链物流是生鲜供应链中的关键一环。冷链物流包括预冷、冷藏、运输、销售等环节，涉及的环节众多，产品到达最终消费者的时间比较长，且每个环节都是涉及到不同的冷链装备以及相应的冷链技术。同时，由于生鲜产品的特殊性，不同的环节之间需要无缝对接，以控制全流程流通的品质，一旦冷链物流配套不足，则会造成巨大损耗。因此这都较为考验企业在相应的物流资源布局和整合的能力，只有冷链运输得到保障才能最终达到降低产品损耗率的目的。

图 56: 中国生鲜电商冷链运输全程示意图

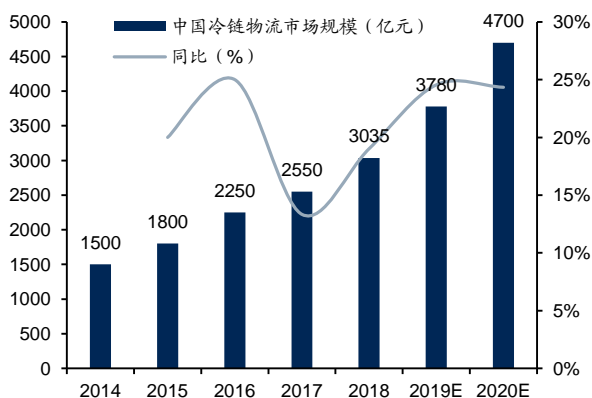


资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

国内冷链物流市场仍有较大提升空间，整体快速发展

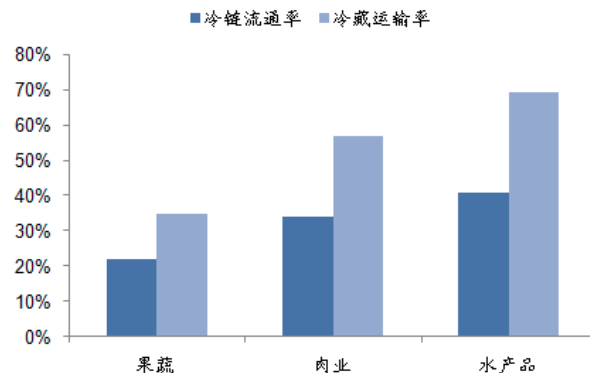
数据显示，2018 年我国的冷链市场规模为 3035 亿元，预计到 2020 年，市场规模可以达到 4700 亿元，2014-2018 年复合增速达到 20%，我国冷链物流行业正在进入加速发展的通道。从冷链流通率情况来看，2010 年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别仅有 5%、15%、23%，冷藏运输率分别仅有 15%、30%、40%，而经过五年的快速发展，在 2015 年，果蔬、肉业、水产品的冷链流通率分别达到 22%、34%、41%，冷藏运输率分别为 35%、57%、69%，均较好地完成或略有超出了我国“十二五”冷链物流规划目标，但同时，与欧美发达国家的 95% 以上流通率仍有较大差距。较低的冷链流通率带来了较高的产品损耗率，未来我国冷链物流仍有巨大改善空间。

图 57: 2014-2020 年中国冷链物流市场规模及预测



资料来源:艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

图 58: 2015 年我国冷链流通率情况



资料来源:农产品冷链物流发展规划、国信证券研究所整理

随着我国的冷链物流体系的持续投入和发展，以及物联网、区块链等前沿科技的应用，有望更好的推动我国冷链物流的发展，有效保证生鲜产品的品质，从而推动生鲜电商市场的健康快速发展。

重资产成本压力较大，巨头布局具有先天优势

生鲜电商和冷链物流的发展互相促进，随着生鲜电商产业的兴起，冷链物流业得到了企业前所未有的重视。特别是在 2016 年生鲜电商行业进入洗牌阶段后，越来越多的企业意识到单纯依靠补贴前端导流的方式无法实现持续运营，为了克服行业痛点、降低成本，供应链以及冷链物流的布局对于建立长期优质至关

重要。目前布局冷链物流的电商企业主要包括了纯生鲜电商企业自建发展，以及巨头借助自身庞大物流体系改造两种方式。但由于冷链投入属于典型的重资产投入，其行业本质决定了投入初期的巨大现金流出压力，因此目前主要以平台巨头的投资布局为主导。

1) 生鲜电商自建物流体系的代表是创立于 2005 年的国内第一家生鲜电商易果生鲜。2016 年易果生鲜战略升级为易果集团，旗下分为易果新零售、云象供应链以及专注冷链物流的安鲜达三大业务板块。其中安鲜达拥有全国生鲜冷链配送行业领先技术，为生鲜食品行业客户提供冷库仓储、冷链干线、短驳、安全质检、分拣加工、冷链宅配等一体化冷链仓配服务。截止目前，安鲜达已完成全国 15 城冷链物流中心的战略布局，在北上广和武汉建立了区域集货调拨仓，实现了基于四大温区的冷链仓储体系，日处理能力超过 200 万件；加以社会协同配送资源，覆盖 310 个城市的各行业客户及亿万终端消费者，日履约能力达 36 万单。2017 年安鲜达配送生鲜食品达 6.7 亿件，妥投率超过 99%。

图 59: 安鲜达生鲜网络



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 60: 2018 年国内前十大冷链物流企业排名

排名	企业名称
1	顺丰速运
2	希杰荣庆物流供应链
3	京东物流
4	上海郑明现代物流
5	漯河双汇物流
6	恒安鲜易供应链
7	上海光明领鲜
8	大昌行物流
9	江苏天天订
10	上海安鲜达物流

资料来源：中物联冷链委，国信证券研究所整理

当然在这一过程中，易果的发展也曾离不开阿里系的投入支持。阿里曾数次投资易果生鲜，提供一定资金支持，除此之外，在盒马之前，曾将 C 端的天猫超市生鲜业务的运营交由易果负责，并且在 B 端，为包括盒马、大润发、天猫超市生鲜、饿了么等提供供应链、冷链物流方面的支持，这都为易果的发展带来较大帮助。但去年开始，由于阿里自身对旗下生鲜业务的调整，由盒马逐渐接管猫超生鲜运营，安鲜达逐步退出了阿里天猫超市的运营工作，因此目前也正经历业务转型的阵痛期，未来公司需要加大与非阿里系企业的合作开拓，寻求业务的持续发展。

2) 综合电商平台依托原有物流体系布局冷链物流的代表为京东物流。京东的物流配送能力一直处于行业领先地位，在冷链物流领域也不例外。京东物流自 2014 年开始打造冷链物流体系，2016 年初集团 CEO 刘强东在公司年会上表示，计划三年内投入 100 亿元用于搭建京东冷链物流网，2018 年则正式推出京东冷链 (JD ColdChain)，专注于生鲜食品和医药物流。

公司冷链自配已经可以支持全国 300 多个城市，其实 200 多个可以实现 48 小时内送达。京东还对全国原有的 5000 多个配送站进行了冷链改造，并以协同仓的模式打造更加适合生鲜产品的仓储物流模式。公司长期位居冷链企业排名的前列。通过仓配一体化的智能冷链物流网络，从配送时效、覆盖范围、品质保障等多个维度进行创新升级，不断为消费者提供最“鲜”最优的物流服务体验。从实际数据也可以看出，消费者对于京东生鲜的物流配送展现了较高的满意度。艾瑞调研数据显示，从京东生鲜与行业整体对比来看，其各个细分维度的满意

度均高于行业整体，物流配送方面的优势最为明显：行业整体物流配送方面的评分较低，为 7.33 分；京东生鲜的物流得分则高达 8.32 分。

图 61：京东冷链服务优势



资料来源:京东物流官网、国信证券经济研究所整理

在满足自身生鲜业务发展的前提下，京东冷链也在积极向 to B 转型，成为开放式的平台。目前，京东已经发布了冷链卡班、冷链城配、冷链整车等 B2B 业务，其中冷链卡班业务于 2018 年 12 月上线，通过集散分拨的模式，进行点到点固定班次运输服务，以满足商家多批次小批量不足整车的冷链运输需求；冷链整车业务于 2019 年 4 月正式上线，通过整合上游货主、中游物流企业与下游货车司机多方资源，根据客户指定的时间和地点，提供点到点、点到多点的冷链整车直送服务。

表 11：京东冷链三大 B2B 业务

业务	上线时间	解决方案
冷链卡班	2018 年 12 月	通过集散分拨的模式，进行点到点固定班次运输服务，以满足商家多批次小批量不足整车的冷链运输需求。
冷链城配	2019 年 3 月	以拼车共配或整车专送的模式，满足客户点到点、点到多点的冷链运输需求。
冷链整车	2019 年 4 月	整合上游货主、中游物流企业与下游货车司机多方资源，根据客户指定的时间和地点，提供点到点、点到多点的冷链整车直送服务。

资料来源:京东、国信证券经济研究所整理

仓储配送：触达消费者的关键环节

配送服务是生鲜供应链对接 C 端消费者的关键环节。由于生鲜产品消费的即时性特征，以及易损耗、低保质特点，配送时效成为了生鲜电商企业更好的满足消费者的即时性需求以及提升消费体验的重要发力点。

目前众多生鲜电商为了提升配送时效，缩短配送距离，主要通过社区前置仓，以及线下门店的店仓一体，两种方式进行布局，从而覆盖其周边 1-3 公里内的消费人群。两种方式各有利弊，但均需线下较重资产的进行投入布局，前期承担一定成本。而在当前大数据时代下，生鲜电商企业可根据用户数据，分析用户画像特征，在选址以及产品布点上实现最优布局，并搭建智能调度系统，实现最优配送路线和区域的匹配，从而提高配送效率。从而降低成本的基础上，实现高效配送，减少损耗，提高库存周转。

图 62: 生鲜电商企业配送示意图



资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

➤ 店仓一体: 生鲜 O2O 企业布局为主, 依托门店高效配送

店仓一体主要为生鲜 O2O 企业的布局为主。以企业线下的实体门店为基础, 通常在 2000 平方米以上, 并在店内单独开辟一部分区域作为线上业务的产品仓储, 并且部分企业在购买区域内配有悬挂链系统, 便于拣货传送, 剩余的面积面向线下顾客营业。目前布局的相应代表企业包括阿里系的盒马、大润发、欧尚等, 以及永辉超市。

从效率的角度, 这一模式的优势在于: 1) 相对于前置仓, 店仓一体的大店基础上产品 SKU 数量更多, 丰富的产品能够全面满足客群需求, 并有效提升客单价; 2) 门店内的人员通过综合培训后可灵活调配, 在门店业务和电商业务间切换, 从而有效提升企业人效, 降低人力成本。

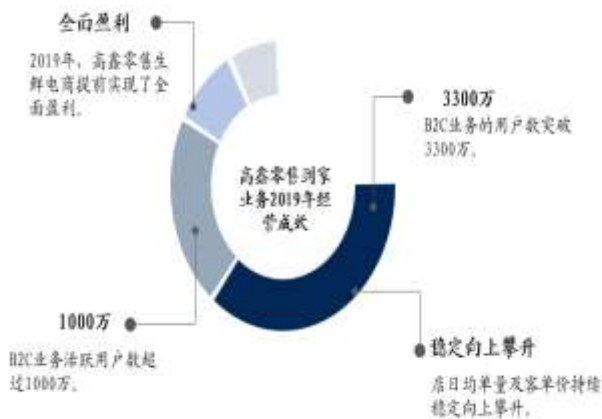
从实际案例可以看出, 该模式下已有企业实现盈利。以高鑫零售为例, 该公司依托于线下“大润发”和“欧尚门店”, 采用店仓一体化模式为门店 5 公里范围内的消费者提供一小时到家服务。截至 2019 年底, 高鑫旗下的 486 家门店(大润发 414 家+欧尚 72 家)已全部完成数字化改造, 除依托于自身的移动应用程序“大润发优鲜”和“欧尚到家”外, 其还通过合作平台入口如“淘鲜达”、饿了么、天猫超市等为消费者提供到家服务。根据高鑫零售 2019 年报, 其生鲜到家业务已实现了全面盈利, B2C 业务的用户数突破 3300 万, 活跃用户数超过 1000 万, 店日均单量及客单价持续稳定向上攀升。

图 63: 淘鲜达界面



资料来源: 淘宝、国信证券经济研究所整理

图 64: 高鑫零售到家业务 2019 年经营成效



资料来源: 公司公告、国信证券研究所整理

➤ 前置仓模式：完善最后一公里服务，提高配速速度

前置仓模式的问世便是为更好的满足消费者对于配送效率提升的诉求，通过在离用户最近的社区点布局集仓储、分拣及配送于一体的仓储设施，通常在200-500平米之间，能够更加有效及时的将产品配送到消费者家中。这一模式主要以每日优鲜等垂直电商模式企业布局为主，但目前其他生鲜电商模式也在积极尝试。

从效率的角度，这一模式的优势在于：**1) 坪效高费用低**，对于初创生鲜电商企业，避免了传统线下商超中占比较高租金费用、折旧摊销费、人员费用等，具备明显的成本优势。**2) 距离用户更近，分布点更多，配送速度上来看相对最高**，从而能够给消费者带来良好的体验。

因此，由于贴近消费者以提供快速配送服务是生鲜零售商的共同愿景，除了每日优鲜等垂直生鲜电商以外，不少O2O零售商也在积极布局前置仓业务，如永辉超市在2018年与腾讯合作推出卫星仓，面积在400-600平米之间，3000-4000个SKU，为周边3公里用户提供配送到家服务，最快仅需30分钟送达；家乐福在2019年10月宣布在南京、上海的部分门店上线“履约中心”，实现前置仓的全面升级，接入家乐福小程序和苏宁小店APP及第三方平台，提供到家服务。

图 65：O2O 零售商在前置仓领域布局情况

企业	前置仓布局情况
 永辉超市	截至2019年7月，永辉已在福州、厦门、上海等全国多地建设30余个卫星仓，成熟仓日订单已做到了2000单的成绩。
 天虹	2019年9月，天虹超市在深圳推出首家前置仓——沙河仓，完善周边3公里生活圈1小时送达的布局配送。
 盒马	2019年4月推出盒马小站，定位区域内的网络覆盖和补充，类似前置站，满足生鲜到家配送业务。
 家乐福	2019年10月，家乐福宣布在南京、上海的部分门店上线“履约中心”，实现前置仓的全面升级，并接入家乐福小程序和苏宁小店APP及第三方平台。
 沃尔玛	2018年5月，山姆会员店与达达-京东到家合作建立前置仓，具有仓储、分拣、集单、配送等功能，截至2019年1月已覆盖深圳、上海和北京三座城市。

资料来源:亿邦动力网、亿欧网、国信证券经济研究所整理

投资建议：关注商超龙头和综合电商平台

突如其来的“新冠”疫情使得线下零售近乎停摆，生鲜电商行业“疫”外崛起，用户的线上消费习惯有望得到培养，生鲜电商平台也看到了提升渗透率的契机。我们认为，未来随着“宅经济”的发展、Z世代消费能力的增强、生鲜消费的高频、少量化趋势及物流配送体系的完善，生鲜电商行业仍有望保持快速增长的势头，在整个生鲜行业的渗透率将进一步提升。

同时，需求端逐步改善的情况下，供给将成为决定企业未来发展的胜负手。在过去几年间，不少缺少稳定供应渠道和完善物流体系的中小平台受困于盈利难题，最终相继出局。而在此次新冠肺炎疫情影响下，我们认为行业洗牌将进一步加速。一方面，短时间需求的集中爆发给平台的供应链带来的巨大压力，缺货少货、运力不足问题凸显出来，另一方面，疫情期间物流采购等供应链体系开展难度的加大，更加考验了企业的运营能力。长期来看，行业玩家需要从消费者、上游采购和仓储物流角度出发，完善经营策略以降低经营成本。在这个过程中已经拥有品牌流量、供应链及优质物流体验的生鲜企业有望率先突围。

总结来看，目前 O2O、垂直电商、综合电商三种主流生鲜电商零售模式并存，各模式下的标杆企业发展势头良好。我们认为，生鲜电商行业虽仍处于攻城略地的前期，但生鲜产品的低毛利率、高消费频次特征决定了其核心的竞争最终还是回归用户规模和供应链效率。同时，本次新冠疫情更是一场大浪淘沙，在疫情之后虽然生鲜电商的消费习惯将有望得到培育，从缓解企业的获客成本压力，但长期来看，企业仍需回归产品本身，只有具备完善供应体系和配送能力的平台才能保障高品质产品的持续输出，获得更为成熟和忠诚的顾客群，进一步提升市场份额。

➤ 商超龙头：重点关注永辉超市，家家悦

线下商超龙头一方面深耕生鲜多年拥有优秀的供应链管理经验和天然具备仓储物流优势，利于降低成本；依托门店产品丰富度高，并通过打造线上线下一体化的购物生态吸引客流，提升复购率，实现稳定快速发展。

此外，我们认为在一线城市生鲜到家业务逐步普及的情况下，未来二三线城市到家业务尚为一片蓝海，而传统商超通过先期的布局，具备在低线客群中品牌知名度等方面优势，因此目前在二三线城市抢先布局的生鲜电商到家业务主要是以传统商超企业的到家业务为主，如永辉旗下的永辉买菜及永辉生活，以及大润发通过淘鲜达布局等。

永辉超市：全国生鲜商超龙头，生鲜供应链管理能力强。公司一方面积极展店提升市场份额，截至 2020 年 2 月 20 日，在全国 28 个省份拥有 926 家门店，其中多数门店已接入京东到家平台，同时自身积极推出“永辉买菜”APP，进一步布局到家业务。相对于其他企业，公司拥有深耕多年完善的供应链体系：包括依托公司覆盖全国的物流仓体系，愈千人的买手团队，以及通过股权投资或合作深度绑定上游供应商等，在疫情期间充分保障了高品质产品的输送，全年来看，相关业务有望持续受益。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 0.24/0.32/0.40 元/股，对应 PE39.6/29.7/23.8X，维持“买入”评级。

表 12: 永辉超市盈利预测数据

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	70,517	86,066	103,577	124,319
(+/-%)	20.4%	22.1%	20.3%	20.0%
净利润(百万元)	1480	2307.16	3102.55	3874.95
(+/-%)	-18.5%	55.9%	34.5%	24.9%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.24	0.32	0.40
EBITMargin	1.1%	3.2%	3.6%	3.8%
净资产收益率(ROE)	7.6%	11.4%	14.6%	17.1%
市盈率(PE)	63.3	39.6	29.7	23.8

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

家家悦: 胶东地区生鲜龙头企业。公司在内生展店的同时通过并购青岛维克、张家口福悦祥、受让华润万家山东门店、拟收购安徽淮北市乐新商贸等一系列举措实现了稳步扩张。而“生活港”业态则帮助实现线上线下全场景覆盖, 提供到家服务。同时, 公司目前已经建立了全球统一直采、集中生产加工、物流统一配送的供应链模式, 通过源头直采提升竞争力, 用高效的生鲜供应链体系构筑竞争壁垒。我们维持公司 2019-2021 年 EPS0.83/0.99/1.14 元/股, 对应 PE33.7/28.3/24.6X, 维持“买入”评级。

表 13: 家家悦盈利预测数据

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,731	14,848	17,615	21,208
(+/-%)	12.4%	16.6%	18.6%	20.4%
净利润(百万元)	430	504	601	694
(+/-%)	38.4%	17.2%	19.2%	15.5%
摊薄每股收益(元)	0.92	0.83	0.99	1.14
EBITMargin	3.0%	3.5%	3.6%	3.5%
净资产收益率(ROE)	15.8%	16.5%	17.5%	17.8%
市盈率(PE)	30.4	33.7	28.3	24.6

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

综合类电商平台: 建议关注阿里巴巴

综合类电商平台布局生鲜电商, 天然享有流量优势, 具有规模经营、品牌效应的特征, 配合平台搭建的物流配送效率的提升, 消费者生鲜购物体验将大大增强。同时综合电商平台拥有较强的大数据处理能力, 能够在线下门店仓储的选址, 用户消费的分析以及供应链优化上带来优势壁垒。

阿里巴巴: 天猫、淘宝平台具有丰富的品牌和流量优势, 并且拥有盒马鲜生这一线上线下一体化业态, 其中盒马鲜生于 12 月底已开店达 197 家, 环比上季度增长 15.88%。此外, 阿里旗下菜鸟网络也在积极打造以仓储为核心的生鲜冷链物流网络, 并在 2018 年 4 月菜鸟与天猫联合启动“神农计划”, 将在全国开设 100 个原产地生鲜仓库。进一步赋能生鲜业务的发展。预计公司 FY2020-FY2022 EPS5.78/5.23/6.68 元/股, 对应 PE27.5/30.4/23.8X, 维持“买入”评级。

表 14: 阿里巴巴盈利预测数据

	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入(百万元)	376,844	477,724	671,120	841,779
(+/-%)	50.6%	26.8%	40.5%	25.4%
净利润(百万元)	87,886	124,099	112,269	143,395
(+/-%)	37.1%	41.2%	-9.5%	27.7%
摊薄每股收益(元)	4.1	5.8	5.2	6.7
EBITMargin	12.1%	13.7%	14.0%	14.6%
净资产收益率(ROE)	17.6%	19.9%	15.3%	16.3%
市盈率(PE)	38.9	27.5	30.4	23.8

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601933	永辉超市	买入	9.50	0.15	0.24	0.32	63.33	39.58	29.69	4.70
603708	家家悦	买入	28.00	0.92	0.83	0.99	30.43	33.73	28.28	4.81
9988.HK	阿里巴巴 -SW	买入	174.00	4.09	5.78	5.23	38.91	27.54	30.43	0.83

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032