

生鲜消费稳定增长，生鲜超市空间广阔

商贸零售行业生鲜超市深度报告

主要观点：

► 生鲜消费稳定增长，与居民消费同步发展。

近年来我国生鲜消费稳定增长，基本与城镇居民消费呈同步增长趋势，未来随着我国消费者饮食习惯的变化，生鲜消费增速有望持续加快，看好生鲜行业在国内的发展。

► 我国生鲜超市发展空间广阔。

目前在我国生鲜消费的渠道仍然以农贸市场为主，相较于国外，我国生鲜超市未来有较大提升空间。从整个生鲜产业链来看，我国生鲜产业链呈现上下游分散且中间层级较多，导致终端加价率较高，中游物流等损耗高等痛点，我们认为随着国内具有冷链运输能力，购销组织能力强的大型商超全产业链介入，其盈利更具优势。

► 国外生鲜超市对我国生鲜超市的借鉴。

从国外生鲜超市发展来对比，美国的 Whole Foods 和欧洲的 Eataly 均采取差异化的运营，符合其自身的供应链的匹配，特色的、IP 化的产品，加强消费者对其产品的心智定位，结合国外生鲜超市的成功运营经验，对我国生鲜超市的发展有很强的借鉴意义。

► 我国生鲜的发展迅猛，向头部企业集中。

我国生鲜电商增长迅猛，随着国内消费者网络消费习惯的养成、互联网巨头的介入等因素的结合，我国生鲜电商仍有望快速增长。目前国内生鲜电商逐步向头部企业集中，高线城市用户饱和度较高，未来提升客单价、向低线城市下沉，以及多元化产品运营是其发展趋势。

► 社区生鲜成长较快，看好全产业链线下门店+到店模式。

社区生鲜自 2015 年发展以来经历四个阶段，成长较快，相对社区生鲜多种的运营模式，我们更看好具有全业态模式、共用供应链体系的线下门店+到店模式。

风险提示

系统性风险；经济下行风险：经济下行导致消费者收入减少，由于生鲜消费基本伴随着消费者收入增长而发展，具有强相关性，大多数生鲜产品非刚需产品，属于消费升级产品，如果消费者收入减少将导致生鲜产品消费降低的风险发生。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



证券分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系人：焦凯

邮箱：jiaokai@hx168.com.cn

正文目录

1. 生鲜消费稳定增长，与居民消费同步发展	4
1.1. 水果蔬菜是生鲜中主要消费	4
1.2. 生鲜消费稳定增长，与居民消费同步发展	4
1.3. 看好生鲜行业在国内的发展	5
2. 我国生鲜超市发展空间广阔	6
2.1. 生鲜市场的变迁	6
2.2. 生鲜超市与农贸市场相比	7
2.3. 生鲜产业链：上游农户分散，中游物流损耗高	7
3. 他山之石：国外生鲜超市发展情况	9
3.1. 美国：WFM 差异化定位，供应链合理	9
3.2. 欧洲：Eataly“超市+餐厅”鼻祖，复合式经营	12
4. 我国生鲜电商发展迅猛，向头部企业集中	14
4.1. 我国生鲜电商发展情况	14
4.2. 生鲜电商的规模增长迅猛	16
4.3. 生鲜电商 APP 用户粘性较高	17
4.4. 国内生鲜电商向头部企业集中	17
4.5. 提升客单价、下线城市下沉和多元化产品运营是发展趋势	18
5. 社区生鲜成长较快，看好全产业链线下门店+到店模式	19
6. 受益标的	21
6.1. 永辉超市	21
6.2. 家家悦	22
风险提示	22

图表目录

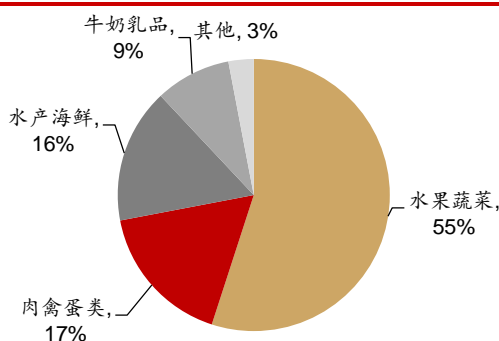
图 1 生鲜类销售额占比.....	4
图 2 2011 年-2018 年（预测）我国生鲜市场交易规模.....	4
图 3 生鲜市场交易额与城镇居民消费支出呈完全正相关.....	5
图 4 我国城镇居民人均食品支出与恩格尔系数对比.....	5
图 5 生鲜市场的变迁.....	6
图 6 我国生鲜农产品各渠道占比.....	7
图 7 生鲜产业链供应环节.....	8
图 8 我国生鲜损耗率与发达国家对比.....	8
图 9 我国生鲜保鲜率与发达国家对比.....	8
图 10 主要国家超市渠道生鲜销售占比.....	9
图 11 2017 年美国肥胖人口分布.....	10
图 12 2017 年美国最受欢迎超市品牌.....	10
图 13 WFM 选址定位.....	10
图 14 中国高净值人群数量.....	11
图 15 中国城镇居民人均年可支配收入累计值.....	11
图 16 WFM 的购物环境.....	12
图 17 2012-2016 年 Eatatly 收入情况.....	12
图 18 Eatatly 复合式经营.....	13
图 19 Eatatly 的品牌 IP 化.....	14
图 20 阿里系在生鲜电商的布局.....	15
图 21 腾讯系在生鲜电商的布局.....	15
图 22 生鲜电商 APP 不同城市等级用户规模（万）.....	15
图 23 生鲜电商 APP 不同年龄用户规模（万）.....	15
图 24 生鲜电商规模及占行业比重.....	16
图 25 中国生鲜市场交易规模及同比增长.....	16
图 26 2014-2019 年三月中国生鲜电商行业投融资情况.....	16
图 27 生鲜电商 APP 安装数量（2019.5）.....	17
图 28 生鲜用户占比（2018.06）.....	18
图 29 2018 年中国生鲜电商市场集中度.....	18
图 30 2017-2018 年中国垂直生鲜电商 CR5.....	18
图 31 生鲜电商 APP 用户地域分布.....	19
图 32 2017 年中国生鲜网络用户最经常购买的品类.....	19
表 1 2019 年部分社区生鲜融资情况.....	20
表 2 社区生鲜运营模式及其代表企业和特征.....	20
表 3 线下门店+到店模式.....	21

1. 生鲜消费稳定增长，与居民消费同步发展

1.1. 水果蔬菜是生鲜中主要消费

生鲜是指未经烹调、制作等深加工过程，只做必要保鲜和简单整理上架而出售的初级产品，以及面包、熟食等现场加工品类的商品的统称。生鲜商品的特点、保存条件基本相同，需要保鲜、冷藏、冷冻；属于散装商品并需要用称重打条码方式售卖；保质期比较短；同时在消费习惯上也有很大的关联性。从品类上看，生鲜商品主要有水果、蔬菜、肉品、水产、干货及日配、熟食和糕点，其中水果蔬菜的销售额占比超过 50%，肉禽蛋和水产海鲜的销售额占比合计超过 30%。

图 1 生鲜类销售额占比

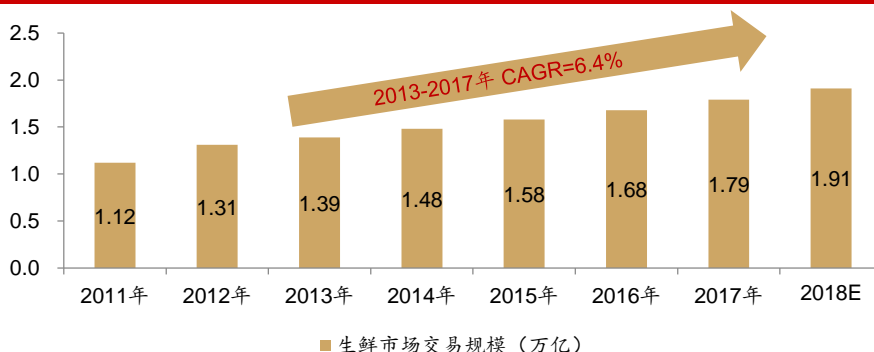


资料来源：前瞻产业、华西证券研究所

1.2. 生鲜消费稳定增长，与居民消费同步发展

由于消费和饮食习惯，根据尼尔森对亚太零售的研究，亚洲消费者食品中生鲜的消费占比超过 50%。公开数据显示，2011 年我国生鲜市场的交易规模即达到 1.12 万亿元，2012 年-2017 年我国生鲜消费市场增速稳定在 6% 以上，年复合增速 6.4%。

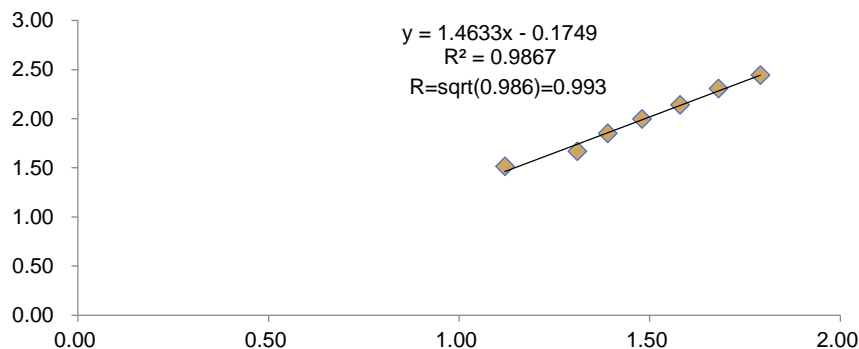
图 2 2011 年-2018 年（预测）我国生鲜市场交易规模



资料来源：前瞻产业、华西证券研究所

生鲜消费在居民消费中属于高频消费，我们结合上文公开资料显示的 2011-2017 年生鲜市场交易规模，与城镇居民消费支出构建回归模型，通过计算， $y=1.463x-0.174$ ，相关指数 R^2 为 0.986，其相关系数为 0.993，几乎接近完全正相关系数 1，以上数据说明我国生鲜的消费水平在过去几年中基本上伴随着居民消费的增加而发展。

图 3 生鲜市场交易额与城镇居民消费支出呈完全正相关

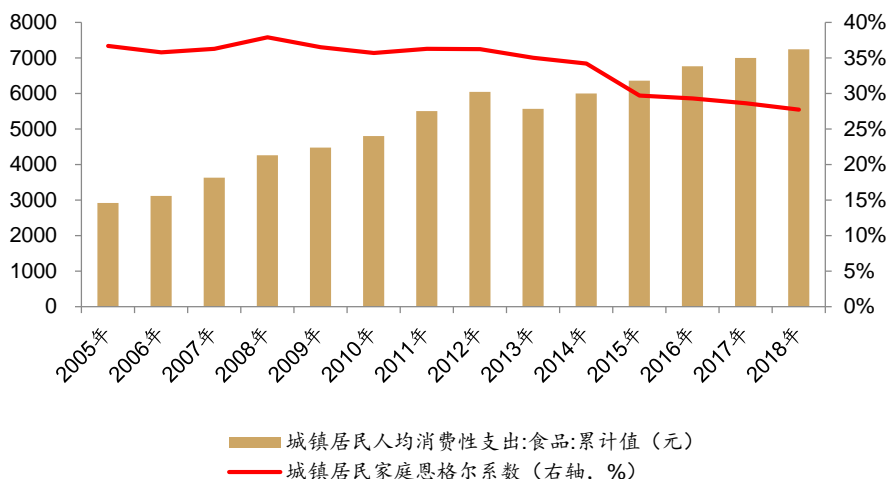


资料来源：国家统计局、网络公开资料、华西证券研究所

1.3.看好生鲜行业在国内的发展

随着消费的不断升级，以及对更健康生活的追求，生鲜类消费也处于持续增长的态势。通过我国城镇居民人均食品消费支出与城镇居民恩格尔系数的对比，我国城镇居民人均食品消费支出近十几年仍保持较高的增速，自 2005 年至 2018 年的复合增速在 7% 以上，而我国城镇的居民恩格尔系数却处于持续下降的通道，由此也可以从侧面反映出生鲜类消费持续增长的趋势，并且我们认为未来随着我国消费者消费习惯的变化，生鲜市场的增速将快于居民消费的增速，我们看好生鲜行业在国内未来的发展。

图 4 我国城镇居民人均食品支出与恩格尔系数对比



资料来源：国家统计局、华西证券研究所

2.我国生鲜超市发展空间广阔

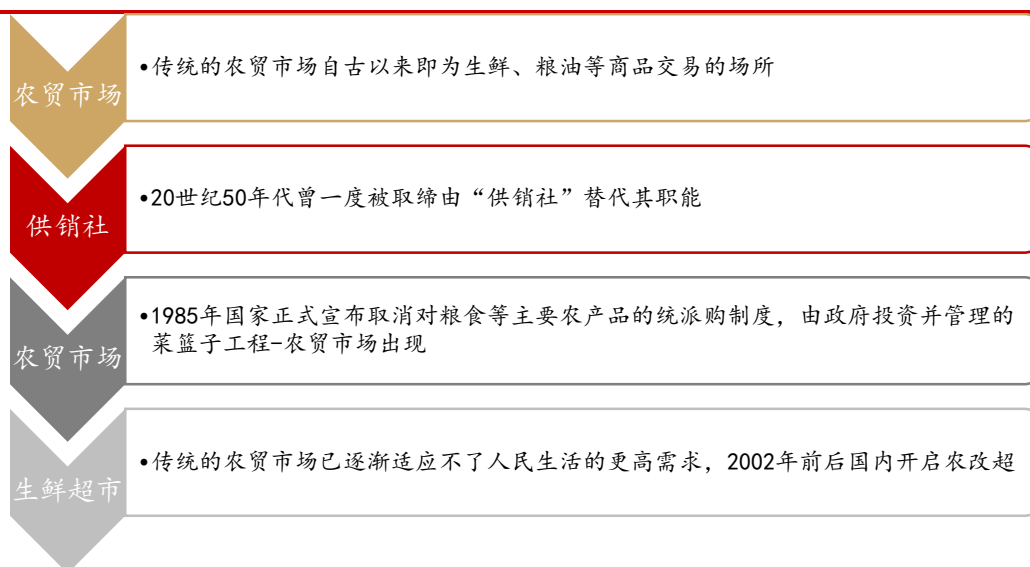
2.1. 生鲜市场的变迁

从我国的生鲜市场发展史来看，传统的农贸市场自古以来即为生鲜、粮油等商品交易的场所，20世纪50年代曾一度被取缔由“供销社”替代其职能。随着改革开放，1985年国家正式宣布取消对粮食等主要农产品的统派购制度，改为实行合同定购，定购以外的粮棉产品和其余农产品，放开购销价格和流通渠道，实行市场购销，由政府投资并管理的菜篮子工程-农贸市场出现，每2-3万人设置一处几百至上千平方米的农贸市场，每个农贸市场服务半径约为500米。

作为流通渠道的一种，传统农贸市场在过去一段时间内承载着现代超市的任务或职能，农贸市场凭借产品品类齐全、价格实惠、货品新鲜等特点成为我国居民购买生鲜食品的传统渠道，而随着消费水平的不断提高，消费者对购物环境、产品质量、价格透明等方面的要求也随之提升，传统的农贸市场已逐渐适应不了人民生活的更高需求。

2002年前后国内开启农改超，将农贸市场进行超市化升级，农改超既顺应消费升级的需求，同时又有政策的支持。在消费升级需求方面，第一，购物体验上，随着国内整体消费水平的提升，以及消费习惯的改变，生鲜超市在卫生、环境、服务、产品品质等方面均优于农贸市场；第二，供应链上，生鲜超市具有采购环节少、规模大的特点，整体比较而言，无论在购物体验还是在价格方面，生鲜超市均具有相对优势，符合消费升级的趋势。在政策层面方面，2004年中央一号文件提出“加快发展农产品连锁超市、配送经营，鼓励有条件的地方将城市农贸市场改建为超市，支持农业龙头企业到城市开班农产品超市，逐步把网络延伸到城市社区”，以及2005年多部委为贯彻2004年和2005年中央一号文而联合发布的商建发[2005]1号文件，和2009年中央一号文件进一步强调“支持大型连锁超市和农产品流通企业开展农超对接”等政策支持农改超的发展。

图5 生鲜市场的变迁



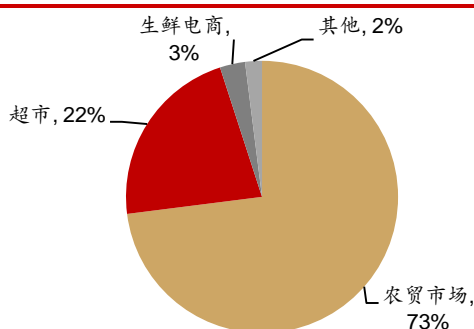
资料来源：网络公开资料、华西证券研究所

2.2. 生鲜超市与农贸市场相比

虽然国内从 2002 年前后开始了“农改超”，但是由于实施过程中的诸多问题，例如：便利性、消费习惯等，相对超市而言，传统农贸市场的优势主要在于品种丰富、新鲜度高、价格便宜、购物便利等，导致生鲜农产品通过超市渠道销售占比仍然较小。

从公开数据来看，目前国内生鲜农产品通过连锁超市等销售占比仅在 20% 左右，相比发达国家而言仍有较大的差距，其中美国、德国的农产品通过超市渠道销售占比达到 90%，日本通过商超渠道销售占比达到 70%，与上述发达国家相比，我国的超市生鲜的占比具有较大的提升空间。

图 6 我国生鲜农产品各渠道占比



资料来源：产业信息网、华西证券研究所

对于农贸市场生鲜占比相对生鲜超市较高的原因，我们认为，首先，消费习惯问题，农贸市场是传统的农产品销售场所，具有长时间的消费习惯的沉淀，且生鲜的复购性强也带来商贩和消费者有一定的人情的互动，而生鲜超市是近二十年出现的农产品供应渠道，且发展相对不够迅速，消费习惯仍需培养；其次，成本问题，从生鲜的供应链来看，除了产地直采的大型连锁商超之外，普通商超对生鲜的采购和农贸市场商贩的采购环节几乎无差，但是在税费上有所不同，由于农贸市场的商贩只经营未经加工的生鲜初级产品，享受低成本包税经营，导致在商品价格上具有竞争优势，从而迎合了部分传统消费观念和购物行为；第三，管理问题，由于商超的工作人员一般仅负责补货管理，相比农贸市场的商贩个人经营缺少理货相关的管理，也导致商超的生鲜产品在整洁程度和及时保鲜方面不如农贸市场商贩的管理水平。

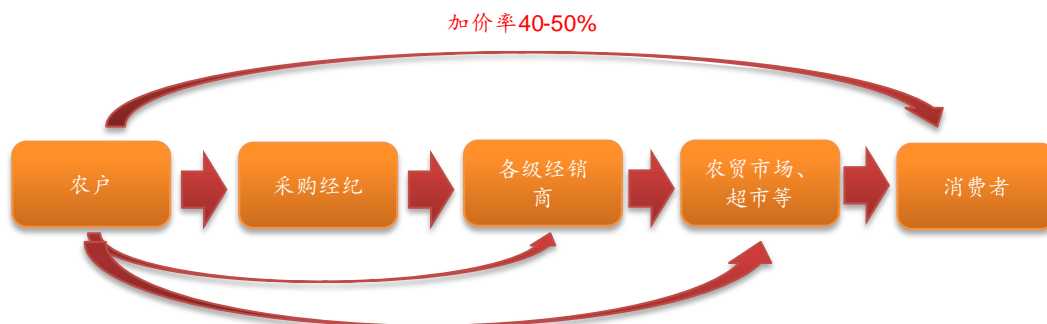
我们结合上文分析的我国生鲜超市相对占比偏低的原因，从目前以及未来发展趋势来看，首先，农贸市场给城镇规划管理中的垃圾处理、环境保护、市容管理以至城镇土地的利用带来很大矛盾，在新型城市的建设中，生鲜超市正在不断的替代农贸市场；其次，消费者习惯随着消费能力的提升等也在逐步的转变；第三，大型连锁超市采用源头直采的方式，成本逐步的降低，与农贸市场相比逐步具有优势。我们认为随着上述情况的进一步发展，我国生鲜超市的占比有望逐步提升。

2.3. 生鲜产业链：上游农户分散，中游物流损耗高

在生鲜整个产业链上，国内以“农户-各级批发商-农贸市场-消费者”为主的供需模式。从上游来看，由于我国的农业生产者约有 2 亿多人，而经营 10 亩以下的农户占比在 90% 左右，导致上游的农户多以个人生产为主，具有分散性强、集中度低等特征，由于上游分散性强的因素，为了满足农产品在不同区域和不同季节时的供应，国内主要以多级批发市场的生鲜流通体系为主，由分散的农户生产商品后，通过大量

经纪人收购，运输至产地批发市场，随后由销地批发市场、二级批发商等分销至零售终端农贸市场、超市等，最终到达终端消费者。由于供应链冗长，农产品经过每层环节的储存、运输、装卸后损耗较大，叠加运输成本、人工成本等，层层加价，使得产销两地产品差价较大，据智研咨询数据显示，生鲜产品从农民至消费者手上加价率在40-50%之间，源头直采可以跳过中间的加价环节确保低采购价格，而当前生鲜零售终端毛利率普遍较低，这也导致生鲜终端销售的盈利能力偏弱。目前国内生鲜供应链仍以冗长、高损耗的多级分销模式为主，整合能力强的超市在源头直采占比偏低。

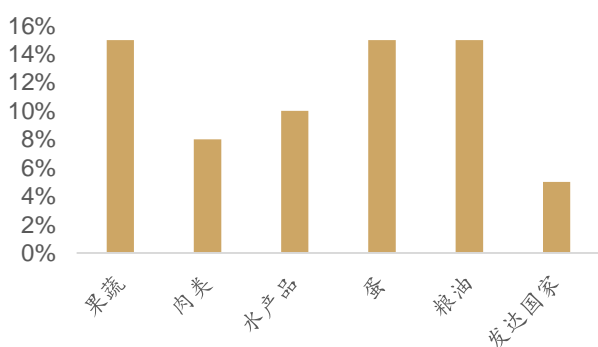
图 7 生鲜产业链供应环节



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

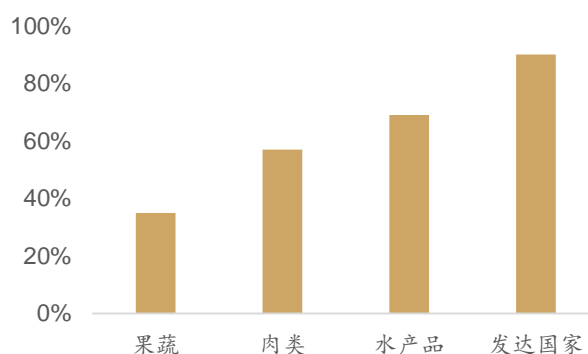
从中游的物流角度来看，生鲜农产品的物流主要有常温链物流、冷藏链物流、保鲜链物流三种形式，据网络公开数据显示，发达国家果蔬损耗率一般在5%以下。以美国为例，其生鲜产品在整个物流过程中处于全冷链运输状态，物流环节的损耗率仅有1-2%。我国生鲜农产品主要还是以常温链物流为主，冷链物流起步晚，80%的生鲜产品是常温保存、流通、初加工，就算是冷链运输也是仅采用传统的冰块保鲜方法。果蔬、肉禽、水产品冷链流通率分别为5%、15%、23%；冷藏运输率分别为15%、30%、40%，我国常温链流通蔬果损耗率是发达国家的4-6倍。

图 8 我国生鲜损耗率与发达国家对比



资料来源：产业信息网、华西证券研究所

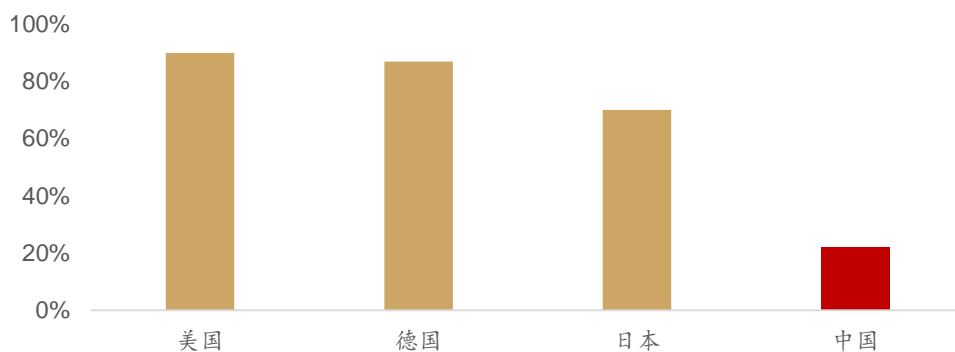
图 9 我国生鲜保鲜率与发达国家对比



资料来源：产业信息网、华西证券研究所

从下游的终端销售来看，我国超市生鲜的占比仅为22%，远低于美德日超过70%的超市生鲜的占比，未来随着超市生鲜销售占比进一步提升，将带动生鲜大规模采购，有助于其跨越多层中间批发环节，更大比例的向基地或源头农户采购，减少中间环节有利于提升生鲜经营者的盈利能力。

图 10 主要国家超市渠道生鲜销售占比



资料来源：前瞻产业、华西证券研究所

综上，我国生鲜产业链上比较突出的问题在于上游种植户及其分散、地域广阔导致各地消费习惯不同带来的统一采购的成本高、各级生鲜代理层级多导致从田间到餐桌加价过多等痛点，我们认为在此情况下，具有布局网点多、有从农户直采的企业盈利能力更强；在物流损耗方面，我国和其他发达国家相比损耗率过高，其中虽然有冷链运输不完善的因素，另外由于发达国家超市渠道生鲜占比较高，发达国家超市的信息化管理，和我国菜市场为主的管理，也是损耗率较高的主要因素，国内具有科学信息化管理生鲜超市的损耗率远低于平均数，因此，我们认为具有一定冷链运输能力、SKU 丰富能够加强引流的综合大型商超在成本端更具优势。

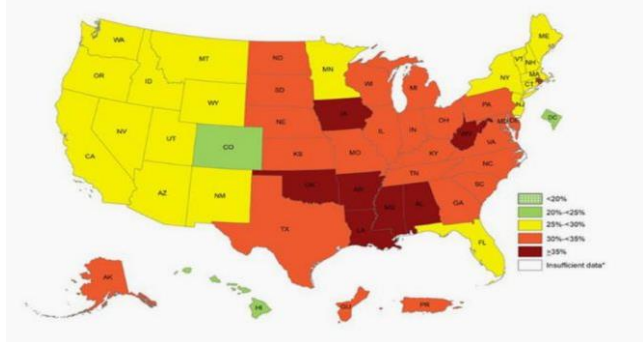
3. 他山之石：国外生鲜超市发展情况

3.1. 美国：WFM 差异化定位，供应链合理

超市业态最初起源于食品超市，产生于美国南部加利福尼亚州，发展已有近百年历史。目前超市的三种类型来源于食品超市演化过程中形成的三种定位：一是以家庭食物为主的标准食品超市，其面积在 1000 平方米以上，70%是食品，食品中 50%为生鲜食品；二是大型综合超市（GMS），面积在 2500 平方米以上，其中 1/3 经营食品，其余为百货和杂货等家居日用工业品；三是仓储式超市（又称平价俱乐部），是一种以会员制为销售制度，以量贩为特征的批发性超市。

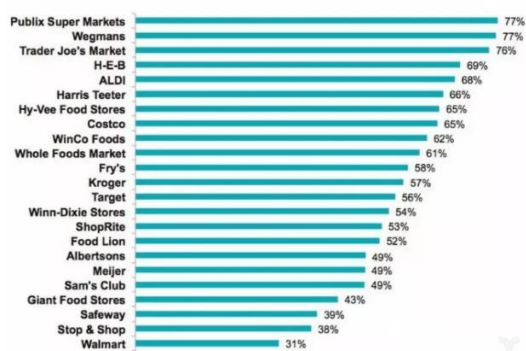
20 世纪 70 年代美国肥胖人群比例大幅提升，消费者对有机和健康食品需求迎来爆发式增加。据网络公开数据显示，1990-2018 年，美国有机食品的销售额从 10 亿美元增至 480 亿美元，CAGR 达到 14.8%。美国 2017 年最受欢迎的 23 家超市中，专售生鲜的零售超市数量过半，且排名前 10 的超市中，除了第 1 名的 Publix 和第 8 名的 Costco，其余均为生鲜超市。

图 11 2017 年美国肥胖人口分布



资料来源：亿欧、华西证券研究所

图 12 2017 年美国最受欢迎超市品牌



资料来源：亿欧、华西证券研究所

Whole Foods Market (WFM) 作为世界排名第一的天然有机食品连锁零售商、北美最大的生鲜超市，WFM 的定位为“全选用顶级精品有机食材的高端食品超市”，主打高端消费，聚焦高端群体，被誉为“美国食品超市界的顶级精品、有机产业的爱马仕”，其在选址、供应链、体验服务、品牌营销等方面均对我国生鲜超市的发展有较强的借鉴意义。

● 高端定位，聚焦高收入和高知人群

据公开资料显示，Whole Foods 的高端定位首先是对其选址的定位高端，其选址主要从周边人口、物业条件、交通情况等多维度进行评估，尤其是其周边人口包括 20 分钟车程内、20 万以上受过高等教育的居民，导致其在美国境内的门店选址多集中在东西海岸，即使该地区商业并不发达，但是周边人口收入水平较高也将获得 Whole Foods 的青睐。

图 13 WFM 选址定位

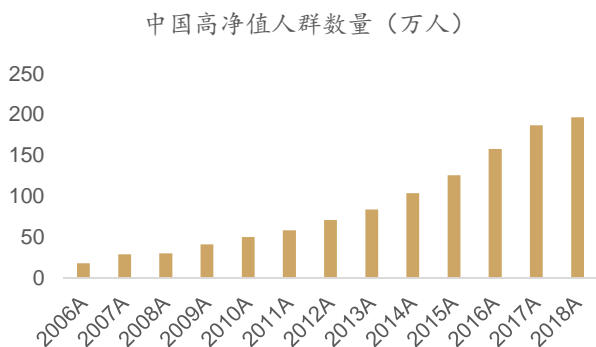


资料来源：网络公开资料、华西证券研究所

从我国的城镇居民人均年可支配收入和高净值人群（可投资资产超过 1000 万元）数量情况来看，我国城镇居民人均年可支配收入从 2009 年的 1.72 万元增长至 2019 年的 4.24 万元，年复合增速 9.45%，保持在较高的水平；据招行公布的私人财富报告显示，我国高净值人群自 2006 年的 18.1 万人增长至 2018 年的 197 万人，年复合增速为 22%。从我国城镇居民可支配收入和高净值人群数量的增速来看，我国生鲜超市的发展具备高端化发展的基础，同时高端化的消费也符合国内不断增长的消费升级需求。在新零售的引领下，目前国内以阿里旗下的盒马鲜生、京东旗下的 7FRESH 等

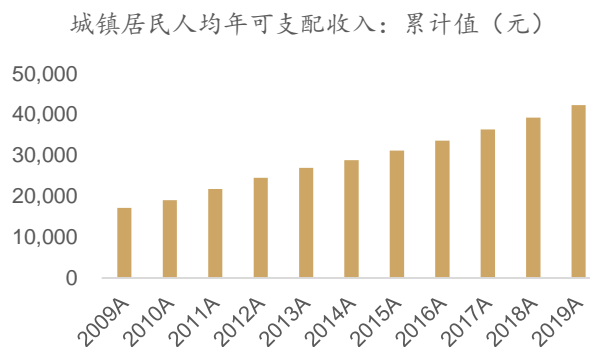
以“超市+餐饮”的高端生鲜超市发展迅速，其 80-120 元的客单价也远超普通大众商超。在国内人均可支配收入和高净值人群高速增长、消费升级需求增加、城市化率不断提升的基础上，对比 WFM 的高端定位带动的不断的的发展，我们认为国内高端生鲜超市的发展具有较高的潜力。

图 14 中国高净值人群数量



资料来源：wind、华西证券研究所

图 15 中国城镇居民人均年可支配收入累计值



资料来源：wind、华西证券研究所

● 供应链合理，本地化采购和全球生产基地的供应链组合

由于 WFM 定位高端，对其产品的品质要求严格，为保障其产品的“绝对有机、品质顶级”，WFM 建立了本地化采购和全球生产基地的供应链组合。在本地化采购方面，对于果蔬等短保的特性，以及各地不同季节不同产品，WFM 提出“Local Green”概念：即在一定的半径范围内建立配套的供应链。本地化的采购有利于其产品的高新鲜度、运输成本降低，以及符合本地人消费习惯；在全球生产基地方面，为供应顶级品质的有机产品，WFM 建立了遍布美洲、亚洲、非洲的众多国家的生产基地采购网点，包括中国、南非、印尼、埃及、墨西哥、巴西等，每个国家都提供不同类别的产品以供其多元化、多 SKU 的产品矩阵优势进一步扩大。对此，我们认为国内具有较完善供应链、布局网点多的生鲜超市更具优势。

● 简洁高雅的购物环境，特色服务体验

Whole Foods 作为生鲜超市中的高端品牌，整体氛围的简洁、高雅有助于提升购物者愉悦程度，保持宽阔且精致的购物环境，展现其独有的“奢侈品”魅力，从店内每一个精致的细节，让消费者感到在 Whole Foods 购物是一场“高品质时尚购物”。

由于 Whole Foods 对其员工的激励程度较高，员工的奖金和其所在的团队业绩联系紧密，对此，Whole Foods 喜欢雇用对健康食品有激情的人，招收高素质的员工，高激励机制和高素质的员工带来高质量的服务，进一步提升购物体验。

图 16 WFM 的购物环境



资料来源：网络公开资料、华西证券研究所

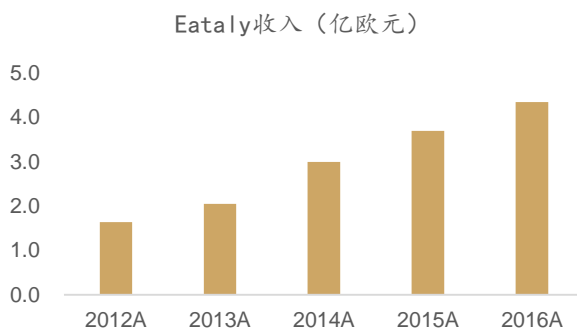
● 品牌故事营销，差异化定位

Whole Foods 为加强其消费者对其产品高端化的认知，大部分售卖的生鲜产品都有其背后的故事，例如对强化其有机鸡肉的认知，Whole Foods 编撰“罗西的肉”的故事。为了迎合其讲究健康饮食的顾客，Whole Foods 还精心制作了讲述这些小故事的宣传手册，将其摆放在禽肉制品的冰床旁边，由此提升生鲜产品的附加价值。在大量食品零售超市止于诉求“优质原料、安全健康”利益点、同质化严重的情况下，Whole Foods 的口号是“健康的食品，强健的人类，生机勃勃的星球”，实现了差异化定位，使其成为美国地区成功得食品超市品牌。

3.2.欧洲：Eataly “超市+餐厅”鼻祖，复合式经营

Eataly 于 2007 年在意大利成立，2008 年进入日本市场开启国际扩张，Eataly 源于英文单词 Eat(吃)和 Italy(意大利)的组合，其自定义为“全世界规模最大，品种最全的意大利食品超市”、“慢食超市餐厅”，外界给与的定位“一家包含了繁华的欧洲开放市场、全食超市、高端美食、新时代学习中心等元素的大型卖场”，主打“慢食+自然”生活理念，推行“餐厅+超市”的经营模式，据公开资料显示，Eataly 的收入从 2012 年的 1.64 亿欧元增长至 2016 年的 4.35 亿欧元，年复合增速约 28%，其快速的发展给与盒马鲜生、7FRESH 等国内生鲜超市一定的借鉴。

图 17 2012-2016 年 Eataly 收入情况



资料来源：原创力文档、华西证券研究所

● 复合式经营

Eataly 的业态组合可以大致总结为“超市购物+餐厅+教室+书店+酒店+……”，在 Eataly 超市中，以生鲜商品为主体混搭多种消费模式，消费者可以观摩烹调全程，也可选购食材带回；鲜肉冷藏柜旁设置酒类柜台，食品货架附近安放美食图书，刺激共同消费者进行连带消费。复合店铺模式经营多种商业业态，围绕其共同的消费群体进行跨界混搭，通过资源合理配置和共享获得合力效应，增强消费体验感。目前国内生鲜超市的复合式经营多为“超市+餐厅”的模式，进一步的扩充经营范围有助于提升其综合购物体验。

图 18 Eataly 复合式经营



资料来源：网络公开资料、华西证券研究所

● 本地化采购

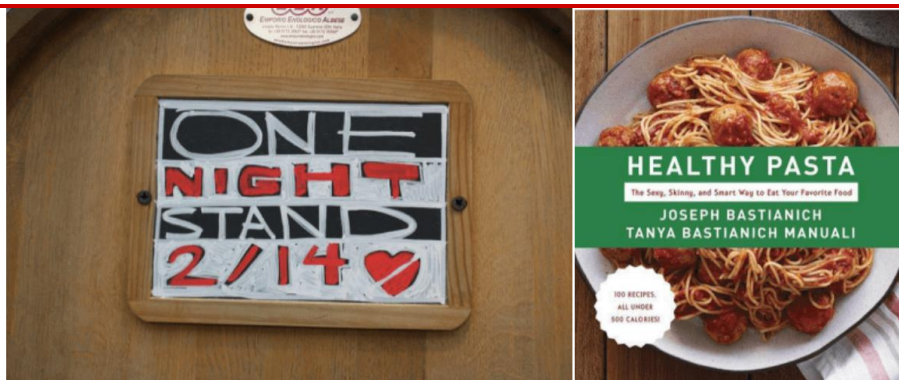
意大利本土约 900 家生产商直接向 Eataly 供货，小型种植生产商通常集中精力针对有限品项持续开发升级，从而能够提供独特高质商品，避免产品质量稀释；从种植到销售全方位安全监控，确保食品安全；供销环节尽可能的剔除，减少物流的成本；联合周边小型农场，选择应季的产品也能在最大程度上符合当地消费群体的消费习惯。

同时，本地化的采购也有助于其特殊化的营销，例如 Eataly 举办“周五供应商日”，每个周五，Eataly 都会邀请一些原材料供应商，比如农场主，到 Eataly 相应的柜台来为顾客讲解食材的培育过程，同时这些供应商也会为顾客接待疑惑。另外，在此过程中顾客还能获得一定购买折扣，此类特殊化的营销有助于其增强消费黏性。

● IP 化品牌

利用 Facebook 和 Twitter 两大社交媒体推广其慢食理念，以及邀请大厨以及生活专家展示烹饪和独到的生活技巧，提升顾客居家生活品质；打造特殊节日，例如“反情人节”、“无肉星期一”、全国啤酒日等吸引顾客，提升客户转化率、增强粘性，目前国内生鲜超市在其品牌打造方面尚属传统模式。

图 19 Eataly 的品牌 IP 化



资料来源：网络公开资料、华西证券研究所

4. 我国生鲜电商发展迅猛，向头部企业集中

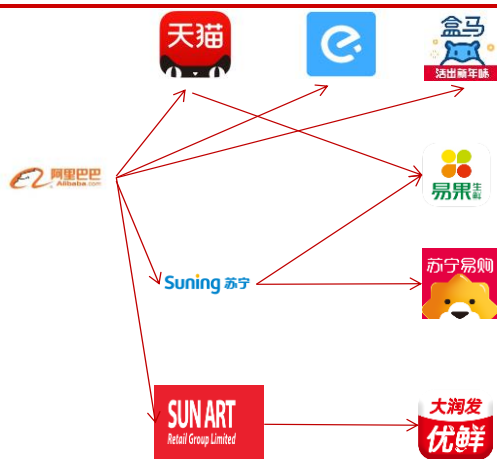
4.1. 我国生鲜电商发展情况

初创阶段。2005 年易果网的成立标志我国生鲜电商的起步，2008 年国内涌现出一批垂直生鲜电商，但由于供应和冷链物流技术的限制以及不成熟的商业模式导致大量生鲜电商企业因无法实现盈利而面临破产和倒闭。

发展阶段。我国生鲜电商发展于 2012 年，每日优鲜等生鲜电商不断出现，开启探索 B2C 模式。至 2016 年，据 Mob 研究数据显示国内生鲜电商数量达到了 4000 多家，而其中实现盈利的只有 1%，95%亏损，4%能够盈亏平衡，其中原因：首先是在生鲜电商起步初期，生鲜的主力购买者的年龄偏大，尚未培养起线上生鲜消费的习惯，甚至是非网络用户，再者是生鲜电商主要在一二线城市布局，城市间发展不均衡，以及尚未成功构建高效的物流通道，生鲜产品损耗率过高所导致的。

互联网巨头“入局”。2016 年 4 月，伴随美味七七的倒闭，大批生鲜电商企业倒闭或被并购，资本向头部聚集。与此同时，阿里、腾讯、京东等巨头纷纷入局，布局线上线下融合的新零售。阿里直接控股和自建的方式进入生鲜电商领域，包括自建盒马鲜生，持股高鑫零售（大润发优选）和苏宁（苏宁易购）、收购饿了么、通过天猫和苏宁投资易果等；腾讯系通过与京东、永辉超市、美团合作的方式进行生鲜电商的布局，并且直接投资了每日优鲜。互联网巨头的进场带来资金的注入，加快生鲜电商行业的发展。

图 20 阿里系在生鲜电商的布局



资料来源：网络公开资料、华西证券研究所

图 21 腾讯系在生鲜电商的布局

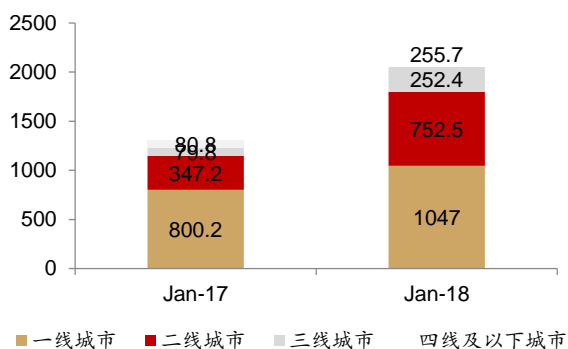


资料来源：网络公开资料、华西证券研究所

2017 年市场开始细分，电商模式代替农贸市场趋势明显，各种电商营业模式不断涌现发展，前置仓到家模式和新零售模式一路领跑，生鲜电商进入稳定的发展时期，但是仍未出现成熟的品牌和较为完善的盈利模式。

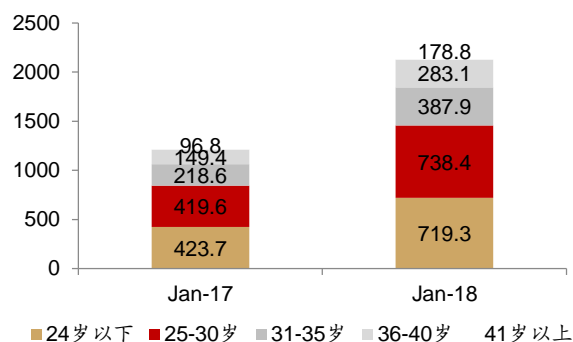
据移动大数据研究显示，在 2017 年 8 月-2018 年 8 月期间，生鲜电商在三四线及以下城市用户规模增长在 200%以上，36 岁以上人群用户增长接近 90%，随着冷链物流的发展，生鲜电商的布局下沉，以及随着年龄增长和消费习惯的培养，生鲜电商有望保持高速增长，在生鲜消费中的占比将持续提升。

图 22 生鲜电商 APP 不同城市等级用户规模（万）



资料来源：移动大数据研究院、华西证券研究所

图 23 生鲜电商 APP 不同年龄用户规模（万）



资料来源：移动大数据研究院、华西证券研究所

2019 年国家颁布政策支持农产品网上交易，与此同时融资和关店潮并存，生鲜电商行业优胜劣汰趋势明显。

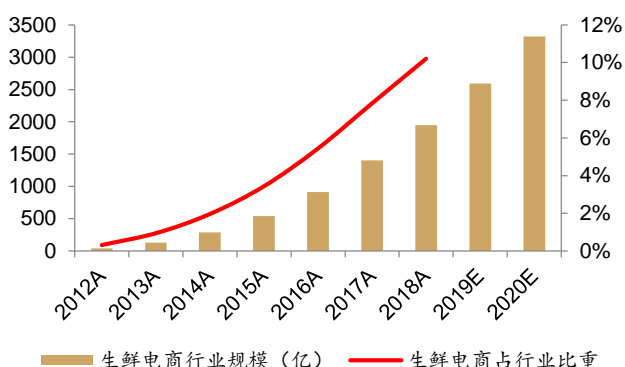
2020 年初，受疫情影响，居民线上消费习惯进一步养成，线下物流配送效率的提高，产品种类的不断丰富，刺激生鲜电商行业进一步发展。

4.2. 生鲜电商的规模增长迅猛

从生鲜电商占生鲜行业比重来看，2012 年生鲜电商占行业的比重仅为 0.3%，至 2018 年生鲜电商占行业比重上升至 10.21%，生鲜电商已经成为国内生鲜消费的重要组成部分，生鲜电商在零售消费市场上占有重要的地位。

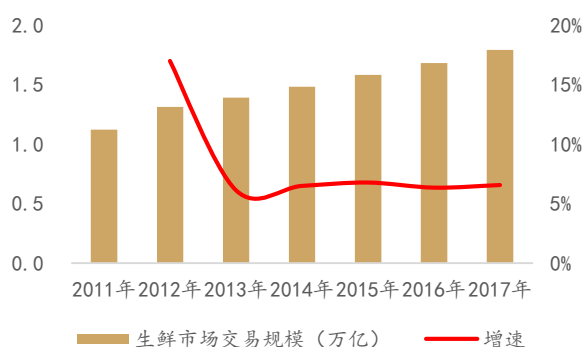
从行业规模来看，从 2012 年的 40.5 亿元增长至 2018 年的 1950 亿，年复合增速达 90.73%，据 Mob 研究预测，到 2020 年国内生鲜电商的规模将突破 3300 亿。生鲜电商的快速发展受益于其商业模式得到不断改善，政策强调大力发展农产品网上交易，消费者网络消费习惯已经逐渐养成，城市间发展逐渐均衡，冷链物流、信息技术不断发展，解决了生鲜电商生鲜产品损耗率过高的问题，阿里、京东、腾讯等互联网巨头纷纷布局生鲜电商带来资金的注入，加快生鲜电商行业发展。

图 24 生鲜电商规模及占行业比重



资料来源：电子商务研究、Mob 预测、华西证券研究所

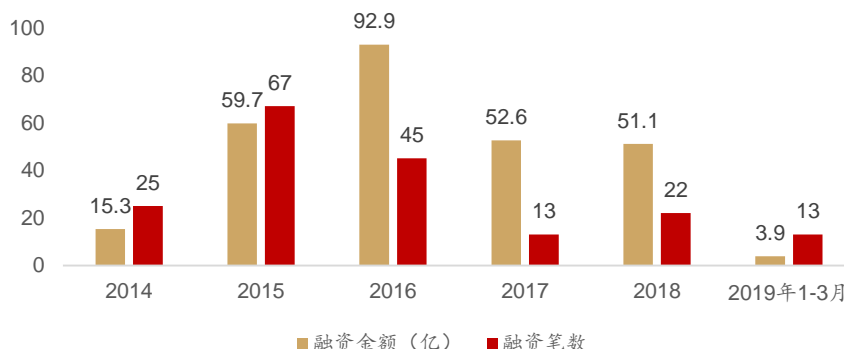
图 25 中国生鲜市场交易规模及同比增长



资料来源：电子商务研究、Mob 预测、华西证券研究所

据艾媒咨询数据显示，2018 年中国生鲜电商行业融资金额共 51.1 亿元，融资笔数 22 笔，相比 2017 年行业融资金额共 52.6 亿元，融资笔数 13 笔，2018 年融资笔数有所增加，融资金额变化不大，投融资情况总体趋于稳定，资本关注度较高，资本的有力支撑也为生鲜电商行业的发展营造的良好的环境基础。

图 26 2014-2019 年三月中国生鲜电商行业投融资情况

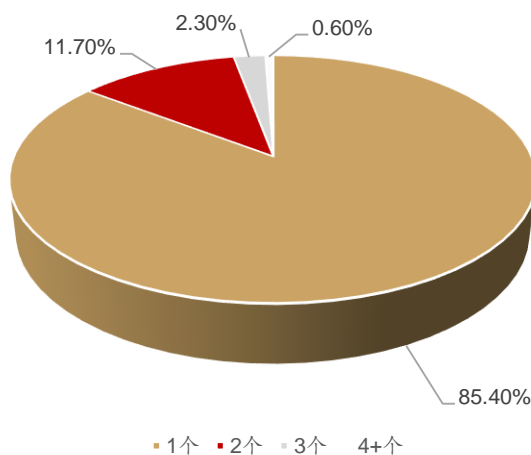


资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

4.3. 生鲜电商 APP 用户粘性较高

生鲜属高频非标类商品，且发展时间较短，导致线上渗透率偏低，存在一定经营难度，据公开数据显示，2019 年以来随着巨头相继布局生鲜电商领域，生鲜电商 APP 安装渗透率呈稳步上升趋势，2019 年 5 月生鲜电商 APP 安装渗透率为 4.95%，相比 2018 年 1 月提升了 2.19%。据个推大数据显示，85.4%的消费者仅安装一款生鲜电商 APP，11.7%的消费者选择安装 2 款生鲜 APP，2.9%的消费者选择安装 3 款及以上生鲜 APP。在生鲜电商 APP 的选择上，消费者会倾向选择最适合自己的一款 APP，生鲜 APP 用户表现出较高的粘性。

图 27 生鲜电商 APP 安装数量 (2019.5)

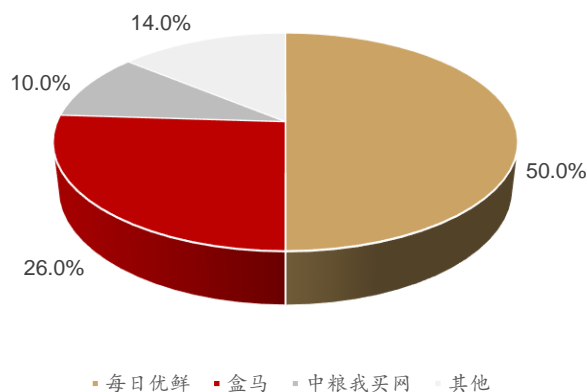


资料来源：个推大数据、华西证券研究所

4.4. 国内生鲜电商向头部企业集中

从生鲜电商行业整体竞争情况来看，资本不断涌向每日优鲜等生鲜电商行业的头部企业，许多中小型生鲜电商企业面临退出，各大生鲜电商巨头加快跑马圈地进程。据中国产业信息网数据显示，2018 年 6 月 每日优鲜用户占比高达 50%，盒马鲜生用户占比 26%，中粮我买网用户占比 10%，其他生鲜电商占比共计 14%，行业集中度较高，中小型生鲜电商生存空间较小。在新零售时代背景下，生鲜电商交易规模仍在不断上升，市场竞争趋缓，但是行业门槛提高。

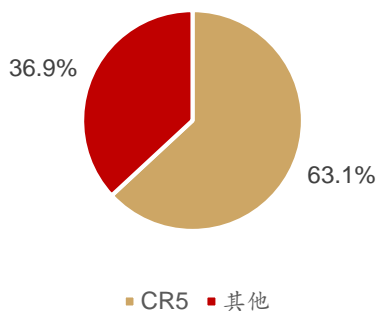
图 28 生鲜用户占比 (2018.06)



资料来源：产业信息网、华西证券研究所

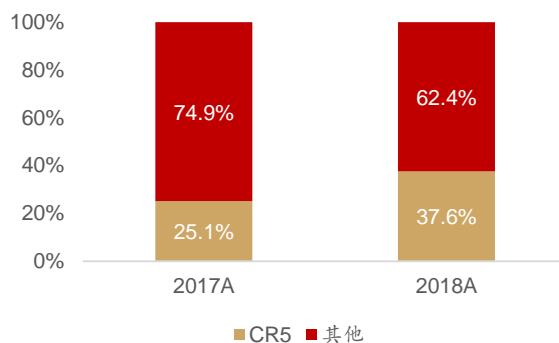
从行业集中度情况来看，据艾媒咨询数据显示，2018 年国内生鲜电商 CR5 占比 63.1%，整体集中度较高，头部效应明显，其中：垂直生鲜电商 CR5 占比 37.6%，相比 2017 年增加 12.5%，行业集中度提升较快，垂直生鲜电商正加速向头部聚集。

图 29 2018 年中国生鲜电商市场集中度



资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

图 30 2017-2018 年中国垂直生鲜电商 CR5

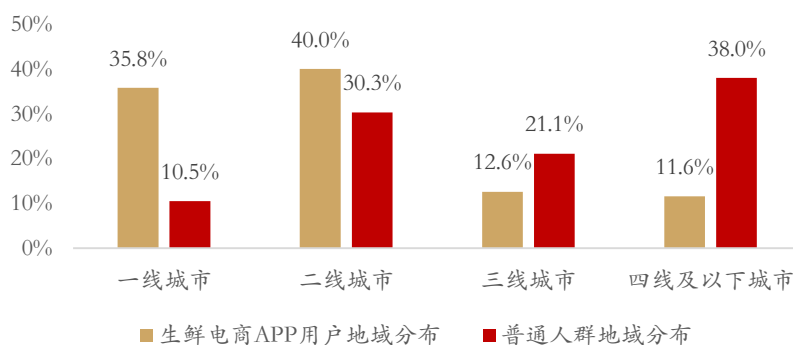


资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

4.5. 提升客单价、下线城市下沉和多元化产品运营是发展趋势

从生鲜电商 APP 在各线城市的分布情况来看，据 2019 年 5 月个推大数据显示，生鲜电商 APP 用户主要分布于一二线城市，占比高达 75.8%，用户饱和程度较高，但是仍有望在客单价等方面进行提升；三四线城市的非生鲜电商 APP 用户的占比较高，未来生鲜电商逐步向下线城市下沉空间较大，但是也会遇到冷链运输成本高、客单价相对偏低、管理成本高等困难，因此布局线下实体店的新零售模式在此情况下优势明显。

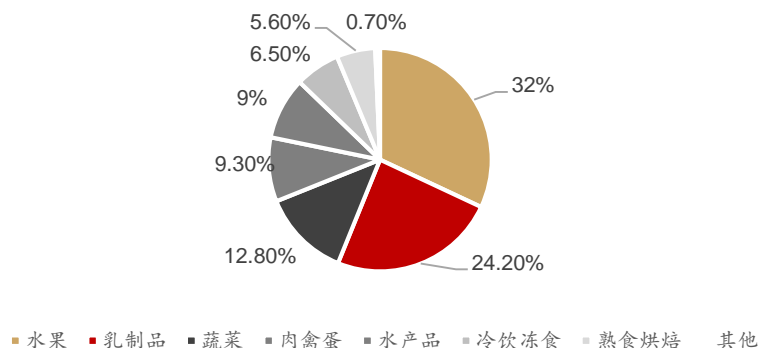
图 31 生鲜电商 APP 用户地域分布



资料来源：个推大数据、华西证券研究所

从生鲜电商产品品类来看，国内生鲜电商行业从起初以垂直生鲜电商为主，到各大巨头入局形成多元化，线上线下融合发展的新形势，消费者需求也由单一品类向多元化品类转变。2019 年每日优鲜领跑生鲜电商行业，其主打的自营全品类优质生鲜战略成功提高用户粘性，降低每单的履约成本，实现盈利。据数据显示，生鲜电商消费者的消费行为中，水果是最受欢迎的品类占比约 32.0%，牛奶乳品和蔬菜分别占比约 24.2%、12.8%。此外海鲜水产等品类也拥有一定市场占比，各种类均有一定市场，多元化的产品矩阵也在一定程度上进行亏盈产品互补的作用，进一步提升生鲜电商的盈利能力。

图 32 2017 年中国生鲜网络用户最经常购买的品类



资料来源：移动大数据、华西证券研究所

5. 社区生鲜成长较快，看好全产业链线下门店+到店模式

从社区生鲜的发展历程来看，社区生鲜发展到目前经历了四个阶段：第一个阶段是 2015 年之前，其特征是传统社区店向生鲜加强型超市转型；第二个阶段是 2016 年开始，社区生鲜进入了全品类的生鲜专业店时代，代表事件是生鲜传奇的创立；第三个阶段是新零售的风口刮到了社区生鲜领域，代表事件是京东旗下的启承资本投资了钱大妈；最后一个阶段是“便利店+生鲜”的复合业态的兴起，代表案例有好邻居最新一代的“社区全渠道会员店”，以及超市发与罗森合作的“超-罗便利店”等。

作为离消费者最近的生鲜类门店-社区生鲜，从第二阶段开始便加速发展，投资机构、互联网巨头等不断加强社区生鲜领域得布局，2019 年在社区生鲜品牌募集资金方面，部分品牌多轮融资，且融资规模较大，社区生鲜的关键点在于解决“最后一公里”的购物痛点，其服务便捷化、个性化、多样化，以及市场细分等因素带动社区生鲜的发展。

表 1 2019 年部分社区生鲜融资情况

品牌	领投机构	融资金额（亿元）	融资轮次
朴朴超市	-	7	B2
钱大妈	基石资本	10	D
谊品生鲜	腾讯	20	B
生鲜传奇	嘉实投资	-	B+
肉联帮	美团龙珠资本	-	A

资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

从社区生鲜的模式来看，主要分为三大运营模式：到家模式、社区团购模式、线下门店+到店模式。

其中，到家模式可分为 020 模式，以盒马和永辉等大多数生鲜超市为代表，其以传统 020 为主要运行模式，大部分借助第三方平台开展到家服务，配送成本较高，020 超市为覆盖配送成本对客单价要求较高，且需配套密度较高的门店，盈利与门店互为补充；前置仓模式，以叮当买菜、美团买菜、每日优鲜为代表，前置仓更贴近消费者，有更快的响应速度和履单能力，但是由于冷链、配送、库存等成本较高，以京沪干线运输为例，冷链运输的价格超过 0.5 元/kg，一线城市的仓储一般在 120 元/月/m²，配送费在 5 元/单，且售价一般低于实体店，导致其盈利能力偏弱；自发配送模式以夫妻店为代表，不具备规模效益。

社区团购模式的代表企业主要有你我您、邻邻壹等，其购物模式为团长运营社群，用户通过统一链接等方式下单，自提或者团长送货上门，其优势明显，即社区熟人关系，获客成本较低；围绕社区集中采购，配送成本低；轻资产，易于复制和快速下沉；采用“单品+预售”模式，减少生鲜产品的损耗。但是其劣势也是较为突出，品类单一，且由于缺乏品牌化，过于依赖团长，对终端不可控。

相对以上两种模式我们更看好线下门店+到店模式，该模式下的四种门店类型基本覆盖社区、商圈 100-3000m，贴近社区增加消费便利性；生鲜销售占比基本在 50%以上，基本围绕家庭高频消费的蔬菜、水果、肉蛋类商品为主，增加消费黏性；门店装饰和布局一般较为精致，提升消费体验。规模化是该模式的一个关键指标，规模化才能促使供应链的升级，对于已具备全业态模式、共用供应链体系的永辉、家家悦等大型综合商超而言，更有利于其提升市场地位。

表 2 社区生鲜运营模式及其代表企业和特征

模式	代表企业	特征
到家模式	020 模式	盒马、永辉等 传统 020 模式，大部分借助第三方平台开展到家服务，永辉等少数品牌实现小程序+APP 来实现
	前置仓模式	叮当买菜、美团买菜、每日优鲜 前置仓靠近消费者，有更快的响应速度和履单能力，毛利率低于实体店，盈利弱
	自发配送模式	夫妻店 建立在熟人社交关系基础上，在一定配送费或者客单价基础上可以送货上门

社区团购模式	团购模式	你我您、邻邻壹	购物模式：团长运营社群，用户通过统一链接等方式下单，自提或者团长送货上门 优势：社区熟人，获客成本低；围绕社区集中采购，配送成本低；轻资产，易于复制和快速下沉；采用“单品+预售”模式，减少损耗 劣势：品类单一；过于依赖团长，盈利有待验证
线下门店+到店模式	生鲜加强型社区超市	邻里生鲜、厨鲜生	生鲜品类占比高，打造精细化运营
	便利店+生鲜模式	永辉生活、好邻居	便利店品类的基础上引入生鲜品类
	加盟模式社区菜店	钱大妈、肉联帮	主打优质肉制品销售，食材新鲜供应及时
	生鲜折扣店模式	生鲜传奇、谊品生鲜	主打高周转生鲜产品，数量有限价格优惠

资料来源：网络公开资料、华西证券研究所

表 3 线下门店+到店模式

	生鲜加强型社区超市	便利店+生鲜模式	加盟模式社区菜店	生鲜折扣店模式
代表品牌	邻里生鲜、厨鲜生	永辉生活、好邻居	钱大妈、肉联帮	生鲜传奇、谊品生鲜
店面特点	生鲜品类占比高，打造精细化运营	便利店品类的基础上引入生鲜品类	主打优质肉制品销售，食材新鲜供应及时	主打高周转生鲜产品，数量有限价格优惠
经营面积	300-500 m²	100-300 m²	50-100 m²	300-500 m²
门店装置特色	小而精致，绿标店装饰	布局精致，排列整齐有序	店面小，分布集中而广泛	标准门店，精准货架管理
生鲜销售占比	50%以上	50%左右	100%	80%以上
覆盖范围	500-1000m 商圈	1000-3000m 周边	100-1000m 社区	100-500m 小区及临街铺面
品类	蔬菜、水果、肉食、冷冻冷藏、即食烘焙、干货、粮油等	生鲜、干货、酒水及生活中常用的日用百货	肉类、家禽、蛋类和蔬菜、水果类	产品围绕一日三餐布局，包括蔬菜、肉、水果，外加厨房周边产品如油盐酱醋

资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

6. 受益标的

6.1. 永辉超市

永辉是中国大陆首批将生鲜农产品引进现代超市的流通企业之一，被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范。上市以来基本保持年均约 25% 的收入增长，是国内生鲜超市的龙头企业。

回归超市本业，剥离亏损资产。2018 年以来公司回归超市本业，将原云超一、二集群的超市业务进行合并管理，重新分成十大战区，门店持续扩张，截至 2019 年中期，永辉已开业门店达 791 家，同店同比增长 3.1%，累计已签约未开业门店 249 家，公司凭借较为完善的供应链，和丰富的生鲜运营管理经验，扩张趋势仍然迅猛。

聚焦云超，发展到家业务。2019 年上半年超市到家业务已覆盖 22 个省区的 109 个城市，半年内覆盖城市数量增长超过 20%，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，京东和永辉在互联网巨头布局电商上均属腾讯系，且京东的直接持股有助于公司线上业务的快速扩张。

发展创新业态 mini 店，再次聚焦社区生鲜。公司 2019 年试水 mini 业态，上半年 mini 店共实现了 19 个省份 50 个城市的覆盖，开业 398 家，合计营业收入 5.5 亿元。此为公司在剥离云创之后再次聚焦社区生鲜，选址围绕永辉大卖场并贴近社区，选址定位有利于 mini 店借助大卖场的供应链体系，在管理和成本方面具有优势。

6.2. 家家悦

公司主营业务为超市连锁经营，以大卖场和综合超市为主要业态，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全产业链、多业态的综合性零售服务商。

公司 2019 年实现营业收入 152.64 亿元，同比增长 19.9%，实现归属股东净利润 4.58 亿元，同比增长 6.43%，扣费后归属股东净利润同比增长 14.57%。在收入端，从产品品类的增长情况来看，首先，公司的门店数量不断扩张，2019 年新增大卖场 45 家、综合超市 32 家，同时还实现了山东地区以外的 19 家新店，开启全国化发展战略，新的门店带来新的增长点，公司 2020 年规划新开门店 100 家，门店的快速扩张将进一步带动公司业绩的发展；其次，公司持续对门店进行升级改造，聚焦商品结构调整，优化门店品类组合，聚集人气的生鲜品类同比增长 26.89%，也带动其他品类的增长。从利润端来看，扣费后净利润增速略低于收入增速，主要是由于同期所得税递延所致，并非经营性所致。

推出新零售业态家家悦生活港。19 年 7 月公司首家新零售业态门店开业，开启公司高端化生鲜超市模式，打通线上与线下、到店与到家的全渠道运营模式，公司依托其在山东省内强大的生鲜经营能力与较为完善的供应链，提升消费者购物体验，也提升公司高端化运营的形象。

风险提示

系统性风险；

经济下行风险：经济下行导致消费者收入减少，由于生鲜消费基本伴随着消费者收入增长而发展，具有强相关性，大多数生鲜产品非刚需产品，属于消费升级产品，如果消费者收入减少将导致生鲜产品消费降低的风险发生；

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司、方正证券，所在团队获2015年新财富第5名。

焦凯：商贸零售行业高级分析师。2019年12月加盟华西证券，9年从业经验。曾就职于东兴证券、天相投顾从事食品饮料、港股大消费研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。