

量化分析：从流通成本角度看国内生鲜产业链及终端渠道变革

国内生鲜万亿级市场，渠道正处快速变革期——不仅终端渠道正同时经历“大卖场及标超对农贸市场替代”、“电商及小店对大卖场及标超分流”两类变化，且包含B端中间商（美菜）在内的渠道变革正层出不穷。本文以深入剖析国内生鲜产业链痛点形成原因为始，理清产业链变革趋势，并按图索骥探寻投资机遇。国内生鲜产业链变革深广度或超市场预期；通过量化渠道流通成本及各终端渠道模式优劣（生鲜社区小店、前置仓、新零售业态、社区拼团），我们认为，目前从更大市场来看，永辉超市相对于产业链绝大部分玩家而言或许都更具优势，家家悦等区域企业的长期增长值得期待。

国内生鲜万亿级市场，基于一斤苹果看终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却要为高额流通成本买单。据中国产业信息网及国家统计局数据，2018年国内生鲜市场规模为5.31万亿元，市场空间的广阔加之其品类本身高频高复购率的引流价值使得玩家纷纷入局，渠道快速更迭，却也因难以运营痛点多多。生鲜从产业链角度可分为生产端、流通端、消费端三段，作为消费品本身兼具产品、品牌、渠道价值，即消费者最终支付价格应包括：1) 满足生活必需品需求的产品价值；2) 基于品牌认知度的品牌溢价；3) 基于现有渠道满足终端“多快好省”需求而产生的渠道替换成本。但国内生鲜产业链的问题在于，在品牌价值极弱条件下，消费者却为高额流通成本买单：以一斤在上海销售的陕西苹果为例，据草根数据估算，其流通成本1.7倍于生产端价格，且其中约68%为包含渠道利润、损耗在内的可变成本。

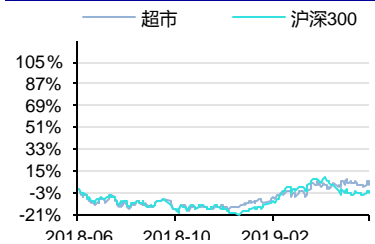
高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点，并加剧其痛点形成。1) 一方面，生鲜高额流通成本中可变成本的存在是国内生鲜产业链当前痛点的反应，即：是生鲜的品类特性（低客单价、易腐烂、地域性强、价格敏感度高）使得产业链上的各级环节因供需发现功能及风险分担功能而存在，在国内上下游分散、中游基础设施及供应链解决方案发展不足的前提下，各级渠道商基于风险收益的权衡使得产业链流通成本大幅提升；据《中国物流统计年鉴》，国内生鲜流通保鲜量占总量比重仅10%，相比美日约低40pct；损耗率约25-30%，高于美日20%以上；流通环节一般在5个之上，高于美日；生鲜物流成本占总成本比例高于发达国家10%。2) 另一方面，高额流通成本的存在又加剧了这些痛点的形成，例如使得流通半径受限，产地菜贱伤农及销地生鲜价格上涨现象同时存在；损耗、周转次数的增加使得最终商品品质无法保证；企业在成本无法降低的基础上，流通成本（对企业也就是费用）的承担使得他们风险偏好度降低，并没有保证最大化的生产者剩余。

生鲜产业链衍变之路明晰：一切向流通成本更低的方向变化。1) 上游规模化、专业化、集约化，美日已有印证。据国家统计局，2018年我国农业人口占比40.4%（美国2010年水平为19.3%），但平均50户/个（合作社）的整合度甚至远低于美国2001年1000户/个（合作社）的水平，综合机械化率63.82%亦远低于美国。一方面，城镇化发展使得农民从业人口下降，倒逼上游集约

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
601933 永辉超市	11.00	买入-A
603708 家家悦	30.00	买入-A
000759 中百集团	10.00	买入-A
002697 红旗连锁	6.50	增持-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.49	-4.56	-7.20
绝对收益	-3.43	-6.97	-9.83

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

模式为王，供应链能力奠定护城河
2019-04-28

复盘海内外，探当前环境，超市龙头投资机遇几何
2019-02-21

《新零售的未来》启示录：

谈谈超市行业的变与不变
2018-07-23

化，规模化及机械化是必然趋势；另一方面，从国内生鲜产业链的衍变路径来看，上游也需要通过规模化、专业化、集约化来消除信息不对称性，进而降低流通成本。这一点，美日已有印证。2) 下游标准化集中、数字化改造，掌握终端，提升流通效率。目前国内生鲜产业链终端渠道目前以农贸市场为主，超市约 20% 占比但集中度很低（餐饮业也是一样），分散且不标准化；未来规模化企业集采集储集运整体调控或为趋势，而门店本身的标准化及数字化则是进一步提升效率的过程。3) 渠道融合缩减，纵向整合极有可能是自下而上，同时催生第三方基础设施及解决方案需求。产业链上下游的集中使得中间商规模优势得以凸显，多层次横向整合成为可能；而生鲜品类特征使得其核心议价掌握在下游，在多层渠道冗余前提下，伴随产业链横向整合消除的信息不对称性，自下而上的纵向整合应运而生。同时，基于上述衍变，品牌价值或得以深挖，添砖加瓦。

- **超市对农贸市场挤出效应正在增强；尚有入局者，但从更大市场来讲，永辉整合赋能，先发优势仍然明显。**如上所述，我们认为，同为终端渠道，超市对农贸市场取代的关键原因：归根结底是人力、租金、损耗、物流等流通成本的不集约（在苹果个个中估算约为终端价 10%）。而据国家统计局，2009-2019 年，生鲜零售端价格约涨 2 倍，批零加价为主要原因；其背后映射的终端渠道人力及租金压力说明：超市对农贸市场的挤出效应正迅速增强。与此同时，不乏有其他入局者出现，各有优劣，如：1) 前置仓模式：相比纯电商模式效率更高，但屡单成本仍相对刚性，对单量及客单价均有要求，引流成本较高（如叮咚买菜客单价低于 50 元、客单量每日低于 600-700 单便无法覆盖刚性成本，1500 单才可能盈利）；2) 社区生鲜店模式：注重到店，客流对成本分摊效应更强，但综合能力要求高，受限于供应链及口碑效应，跨区域复制有待验证（行业平均毛利率 19.6%、租金人力损耗费率合计则达 21.6%；生鲜传奇等企业数据印证上述观点）；3) 新零售业态超市：到家到店结合，运作模式实际较“重”，定位中高端错位竞争，低线城市下沉短期困难（盒马品类及客户定位与线下大超仍有不同）；4) 社区拼团模式：降低获客成本及终端配送（将获客成本、人工成本、租金成本降至团长佣金费率（约 10%）、将履约成本降至约 5%），但品类发展及需求满足仍然受限。但是，从更大的市场来讲，永辉超市整体优势突出，其所要完成的，或许是基于现有规模及供应链不断整合迭代，降低上游流通成本、让利终端，最终大小店结合、抢夺高市占率的蓝图。这是一个蛋糕加宽、同时加厚的动态过程，其空间深广度或超市场想象。**据此推荐：永辉超市、家家悦、中百集团、红旗连锁。**
- **风险提示：**1) 农贸市场标准化、数字化改造超预期；2) 物业非市场化竞争；3) 龙头公司扩张资金效率问题。

内容目录

1. 国内生鲜万亿级市场，渠道正处快速更迭期，后事如何？	5
2. 剥丝抽茧：从终端价格构成看当前国内生鲜痛点形成原因	9
2.1. 生鲜行业本身兼具产品、品牌及渠道价值	9
2.2. 基于一斤苹果看终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却要为高额流通成本买单	10
2.3. 高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点，并加剧其痛点形成	12
3. 生鲜产业链衍变之路明晰：一切向流通成本更低的方向变化	14
3.1. 生鲜产业链衍变之路明晰：一切向流通成本更低的方向变化	14
3.2. 超市对农贸市场的取代或将成为一站	16
3.3. 品牌价值得以深挖，添砖加瓦	18
4. 尚有入局者，但从更大市场来讲，永辉整合赋能先发优势明显	19
4.1. 尚有入局者，紧跟产业链衍变路径，各有优劣	19
4.2. 从更大的市场来讲：永辉超市整合赋能，先发优势仍然明显	23
5. 投资建议	26
6. 风险提示	27

图表目录

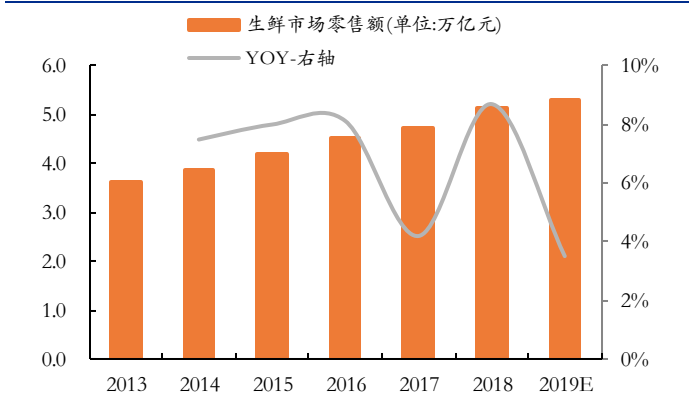
图 1：2018 年国内生鲜市场规模为 5.13 万亿元，占当年社零总额的 13.5%	5
图 2：分品类来看，蔬果及肉禽为主要构成	5
图 3：无论是线上或是线下，生鲜品类高频、高粘性特征明显	5
图 4：当前农贸市场仍为渠道主流，超市渠道占比远低于国外	6
图 5：像大多数消费品一样，生鲜产品需求无外乎“多快好省”四字	6
图 6：在农贸市场主导的渠道下，生鲜产业链冗长，从生产端到消费端，普遍会产生多倍加价（图中终端价格为京东数据，可能有所偏高，但不影响说明问题）	7
图 7：生鲜渠道已在从农贸市场向超市转换：全行业来看，相比展店，超市生鲜营收占比提升为主要原因	7
图 8：公司层面：拥有强生鲜供应链的优势龙头一方面受益行业整合加速，逆势扩张；另一方面在费用相对刚性条件下，凭借生鲜引流带来同店增长、效率提升及成本分摊，最终实现归母净利润上升，充分享受渠道变革红利	8
图 9：越小的超市生鲜占比反而更快（与企业本身生鲜供应链强弱无关）：揭示即时消费属性走强	8
图 10：生鲜社区店供给端不断增加、优化	8
图 11：国内超市行业正同时经历两类渠道变化，参考国外发展史及中国现在独有背景，对行业格局衍变讨论	9
图 12：生鲜产业链可分为生产端、流通端、消费端三段，行业本身应兼具产品、品牌及渠道价值	10
图 13：基于一斤苹果看终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却要为高额流通成本买单	10
图 14：生鲜产业链各环节渠道商各司其职，功能侧重有所不同	11
图 15：高额流通成本中可变成本占据相当部分	13
图 16：国内生鲜相关基础设施发展不足-以冷链为例（图中为 2015 年中美生鲜冷链运输率对比）	13
图 17：苹果并非个例，高额流通成本形成原因或为生鲜品类共性	13

图 18: 高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点, 并加剧其形成.....	14
图 19: 我国与可比国家农业现代化发展水平年代差 (单位: 年)	15
图 20: 配送、直通、直送三种配送方式.....	15
图 21: 以美菜为例看下游分散条件下的不集约.....	15
图 22: 以永辉为例: 生鲜产业链的扁平化发展.....	16
图 23: 超市对农贸市场取代的关键原因: 归根结底是人力、租金、损耗、物流等流通成本的不集约	17
图 24: 国内生鲜零售端价格快速上涨, 批零加价是主要原因 (图中各价格均以 2008 年 12 月为基期做归一处理)	17
图 25: 终端人力成本上涨快于食品 CPI (单位: %)	18
图 26: 一二线城市商铺租金年复合增长率约 10%+.....	18
图 27: 好市多作为仓储业态典范, 其高比例自有品牌是基于已有规模及会员体系试错迭代的过程.....	18
图 28: 资本退热, 纯 B2C 模式生鲜电商并不经济.....	19
图 29: 生鲜社区店行业数据统计说明: 业态规模化发展对综合能力要求更高.....	21
图 30: 生鲜传奇五代店面迭代.....	21
图 31: 生鲜传奇五定原则.....	21
图 32: 截止 2018 年 12 月 10 日, 盒马鲜生 107 家门店位置分布 (截止 2019 年 6 月 13 日共 153 家)	22
图 33: 盒马新零售供应链系统及硬件架构.....	22
图 34: 社区拼团于 2015 年左右开始萌芽出现, 后经扩区、扩品, 逐步发展.....	23
图 35: 社区拼团通过团长模式降低成本.....	23
图 36: 公司生鲜产品低价且毛利率仍高于部分同行.....	24
图 37: 公司生鲜周转率约为家家悦 2 倍 (家家悦为区域性生鲜定位优势企业)	24
图 38: 永辉基于现有物流、门店、供应链支撑下, 云超内生性较足, 依托大店做小店, 或可降低培育成本.....	25
表 1: 产业链每一环节上下游亦敌亦友, 但综合来看, 在上游分散前提下, 越靠近终端议价权可能越强.....	12
表 2: 我国农业从业人口多, 但是机械化水平低, 合作意识差, 规模化不足.....	14
表 3: 叮咚买菜基于不同单量的模型测算 (无特殊说明, 单位为元)	20
表 4: 生鲜传奇单店模型测算 (注: 无特殊说明, 单位为元)	21
表 5: 截止 2018 年 12 月盒马整体经营情况及单店模型.....	22
表 6: 各类入局者紧跟产业链发展趋势, 各有优劣.....	23
表 7: 永辉以股权绑定上游优质商家, 保证货源质量及价格相对稳定.....	24
表 8: 以永辉为例, 对生鲜产业链终端渠道自由现金流做拆分: 巨大市场面前, 生鲜产业链终端企业如何在扩张同时保证展店确定性、提高不确定性带来的风险成为关键	25
表 9: 永辉 mini 店模型 (以重庆小店为例)	26
表 10: 行业估值比较.....	27

1. 国内生鲜万亿级市场，渠道正处快速更迭期，后事如何？

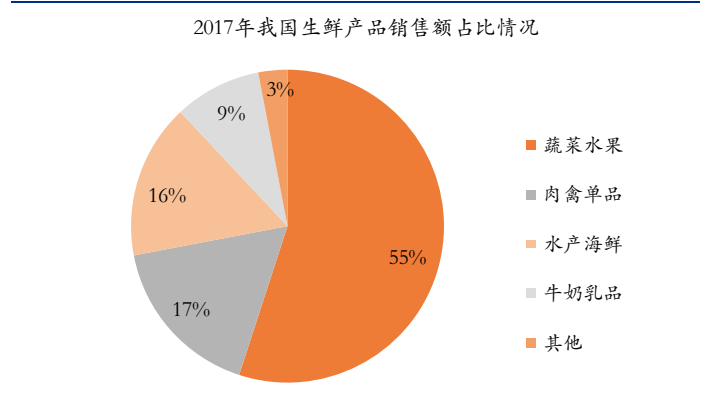
我国生鲜万亿级市场，高频高粘性，当前农贸市场仍为渠道主流。所谓生鲜，指日常生活消费中的农副产品，包括蔬菜、水果、肉禽鱼蛋等，是我国居民居家饮食中极其重要的组成部分：据中国产业信息网及国家统计局数据，2018年国内生鲜市场规模为5.31万亿元，2013-2018年复合增速7.28%，2018年规模占当年社零总额的13.5%。一方面，分品类来看，蔬果及肉禽为主要构成：据前瞻产业研究院，2017年以上品类占生鲜销售额总额的72%。另一方面，无论是线上或是线下，其品类高频、高粘性特征明显：1) 高频。我国消费者购买生鲜平均频次为3次/周，不仅高于非生鲜品类，亦在中国独特消费习惯下，高于全球生鲜购买频次均值。2) 高粘性。无论是以家家悦为代表的线下生鲜优势企业可在核心优势区域拿到超85%的会员销售占比，还是盒马金桥店超60%的复购率，均为例证。但是，在万亿级市场及高频高粘性品类特征条件下，农贸市场仍为渠道主流：据中国产业信息网，2017年我国生鲜流通渠道占比中，73%被农贸市场占据，超市渠道仅占22%（远低于美国90%、德国87%、日本70%的同期水平），电商占比约3%，其余2%为其他。

图 1：2018 年国内生鲜市场规模为 5.13 万亿元，占当年社零总额的 13.5%



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

图 2：分品类来看，蔬果及肉禽为主要构成



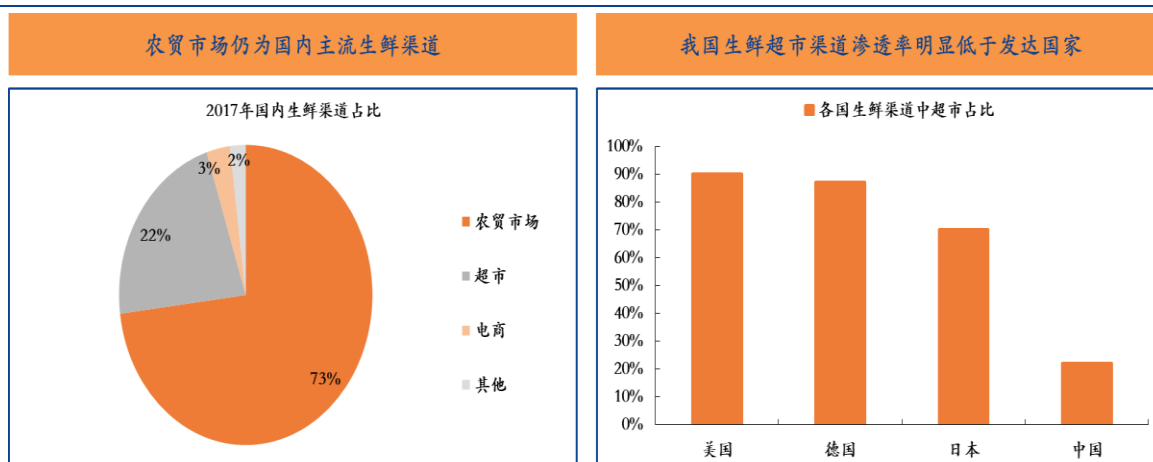
资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 3：无论是线上或是线下，生鲜品类高频、高粘性特征明显



资料来源：中国产业信息网，前瞻产业研究院，公司公告，安信证券研究中心

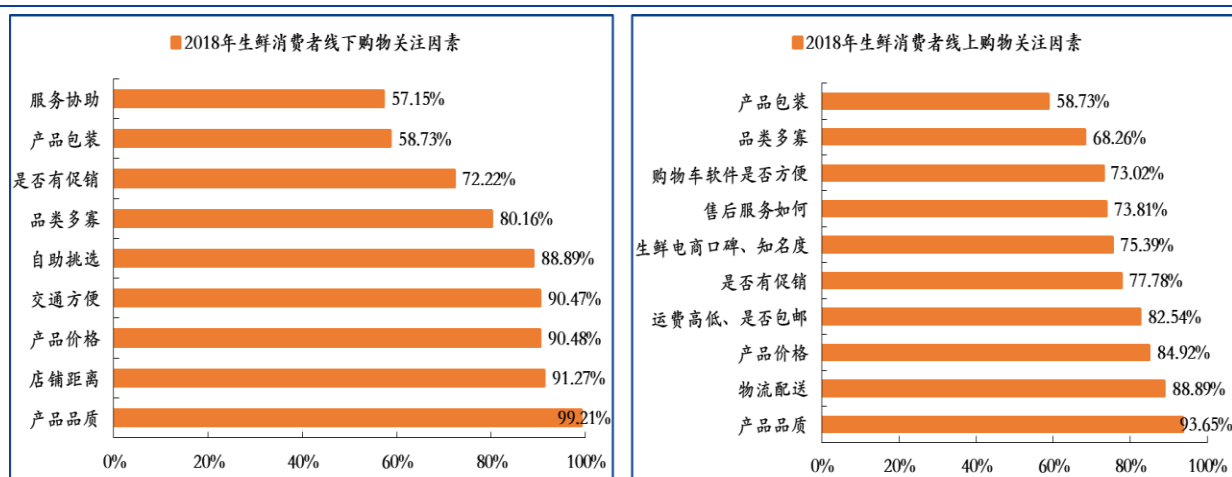
图 4：当前农贸市场仍为渠道主流，超市渠道占比远低于国外



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

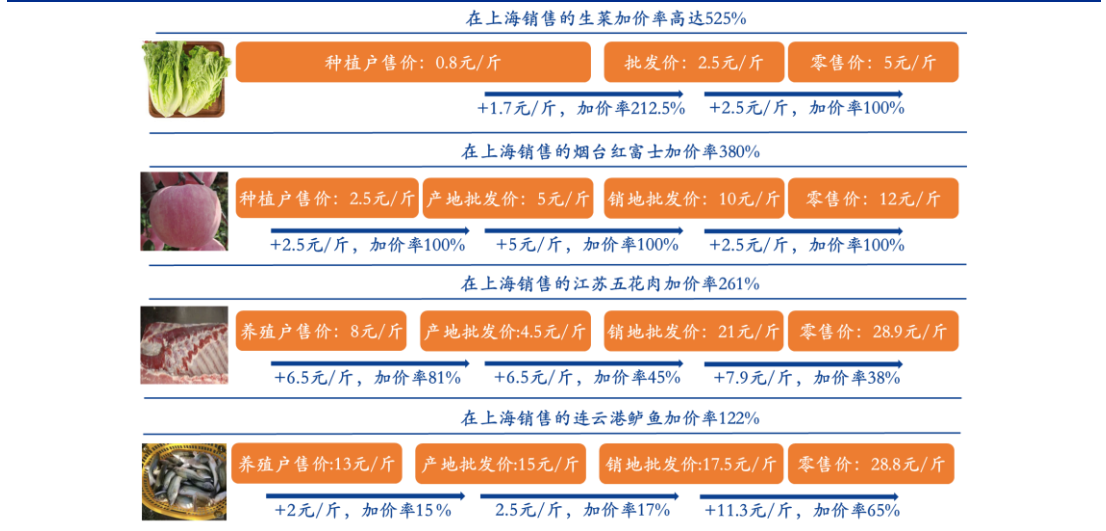
当前供给条件下，终端需求难以得到最佳满足。像大多数消费品一样，所谓生鲜产品需求，无外乎“多快好省”四字，即品类多、物流快、质量好、价格低；只不过在四者无法同时满足前提下，不同阶段，消费者需求有所变化。而在以农贸市场为主导的渠道条件下，十分显然地，生鲜终端需求已无法得到充分满足：1) 农贸市场各菜贩提供商品 SKU 数目有限，且大同小异，属低端竞争；2) 盒马等业态出现后，日活、日销、复购率方面的亮眼数据至少说明在一线城市对于生鲜时效性要求已经愈发强烈；3) 进口生鲜需求旺盛，阿里今年 4 月上线泰国直采榴莲超 40 万斤、仅 1 分钟即销售告罄，主打中高端品类销售的生鲜电商及生鲜小店已可录得不错销售额...而此类商品小商小贩很难长期稳定大规模供应；4) **最为重要的**，在农贸市场主导的渠道下，生鲜产业链冗长，从生产端到消费端，普遍会产生 2-3 倍加价。

图 5：像大多数消费品一样，生鲜产品需求无外乎“多快好省”四字



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

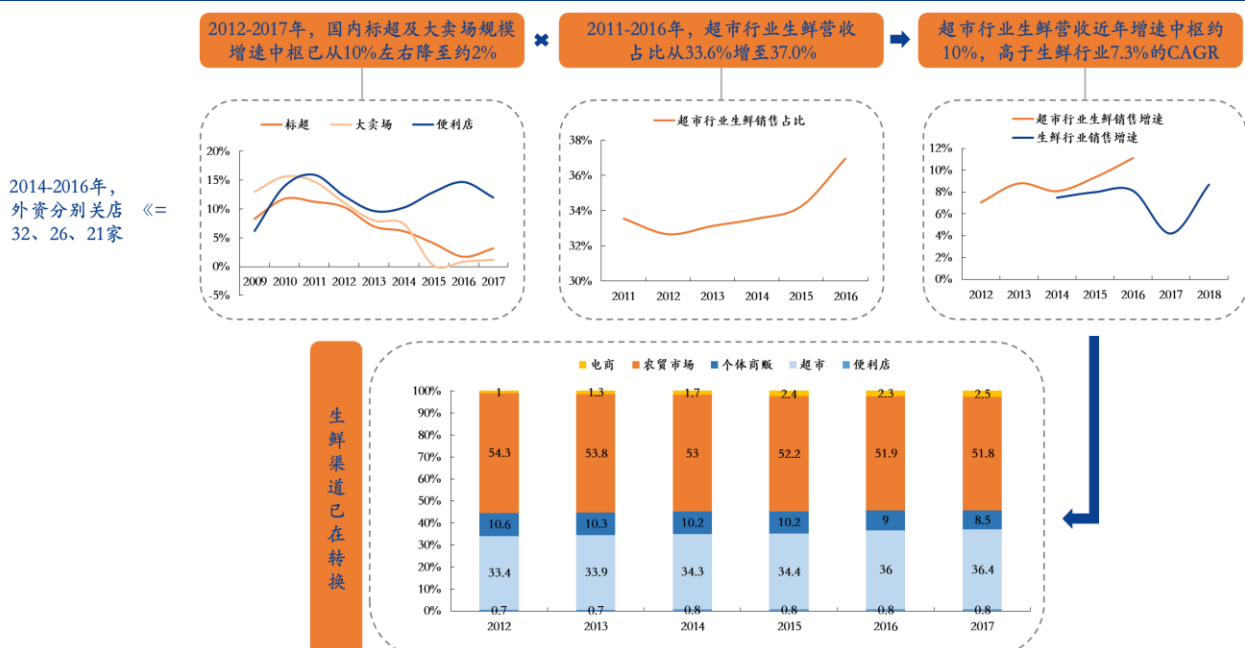
图 6：在农贸市场主导的渠道下，生鲜产业链冗长，从生产端到消费端，普遍会产生多倍加价（图中终端价格为京东数据，可能有所偏高，但不影响说明问题）



资料来源：一亩田，京东到家，阿里巴巴，安信证券研究中心

渠道已在转换，引流增值，优势超市企业享受变革红利。过去几年，在社零增速放缓及电商分流双重压力下，超市企业普遍面临压力，展店放缓、甚至关店频频：据 Euromonitor 数据及易观智库，2012-2017 年，国内标超及大卖场规模增速中枢已从 10%左右降至约 2%，主要原因系展店放缓所致。而生鲜品类属高频消费、复购率高，叠加低客单价、低毛利率、高费率特征不易被电商分流，成为线下最强壁垒；在此条件下，超市行业生鲜销售占比逐年提升，成为超市行业生鲜规模以 10%左右的中枢增长、并超越生鲜行业整体增速、促成渠道转换的主要原因。而对于具备强生鲜供应链的优势超市企业而言，一方面充分受益于行业整合加速逆势扩张，另一方面在费用刚性的前提下，凭借其引流效应带来的同店增长、效率提升及成本分摊，最终实现归母净利润上升，充分享受渠道变革红利。

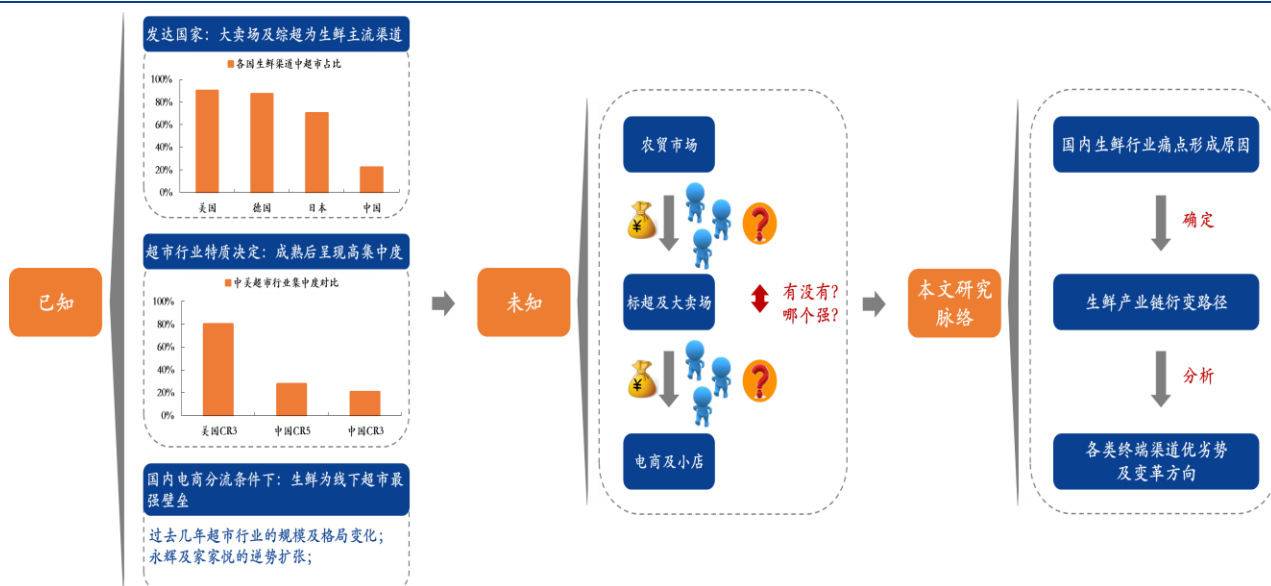
图 7：生鲜渠道已在从农贸市场向超市转换：全行业来看，相比展店，超市生鲜营收占比提升为主要原因



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

参考国外发展史及中国现在独有发展背景对超市行业格局衍变讨论，理清研究思路。如上所述，中国超市行业的发展背景是非常特殊的——行业正同时经历“大卖场及标超对农贸市场替代”、“电商及小店对大卖场及标超分流”两类变化。基于如此，我们对国内超市行业未来衍变路径讨论，大体可分为这么几种情况：1) 长期来看，如果即使是在中国发达的互联网条件下，生鲜电商及小店的规模化复制仍然难以成功，且就像国外一样，大卖场及标超取代农贸市场成为生鲜渠道主流；那么，在已知超市行业特质决定其未来终将形成高集中度格局的前提下，电商等业态的现有分流只是加速这个变化形成的进程；而若认可生鲜壁垒之强，以永辉为代表的线下强生鲜供应链企业的长期及中期增长都是较为确定的；2) 如果就模式而论，电商及小店的规模化复制最终在中国能够跑通，那么考虑零售行业先发优势，线下龙头转型将为必然；而最终究竟是线下龙头对该模式的掌握能力更强，还是电商的奔跑更快，又需要进一步讨论。本质上，我们需要讨论的是：在中国独特的经济发展状况、消费习惯以及互联网趋势下，以上两场渠道变革“到底会不会发生”以及“哪个更强”两个问题。欲知生鲜产业链未来究竟如何衍变，首先从深入理解国内生鲜产业链当前痛点形成原因开始。

图 11：国内超市行业正同时经历两类渠道变化，参考国外发展史及中国现在独有背景，对行业格局衍变讨论



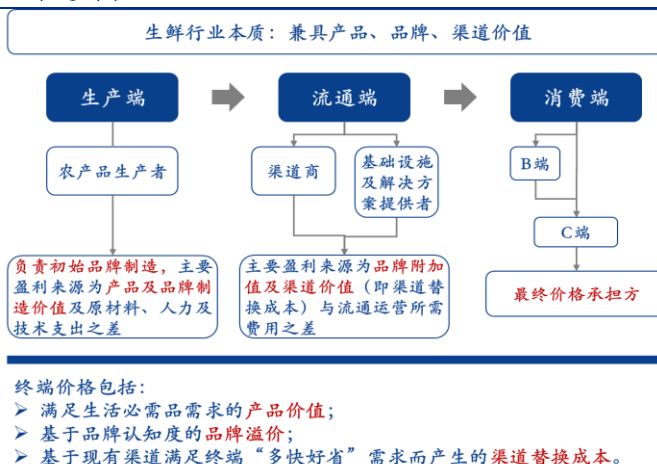
资料来源：中国产业信息网，公司公告，安信证券研究中心

2. 剥丝抽茧：从终端价格构成看当前国内生鲜痛点形成原因

2.1. 生鲜行业本身兼具产品、品牌及渠道价值

生鲜产业链可分为生产端、流通端、消费端三段，行业本身应兼具产品、品牌及渠道价值。生鲜行业从产业链构成来看，可大体分为三段，各环节功能侧重有所不同：1) 生产端，即农产品生产者，负责初始品牌制造，主要盈利来源为产品及品牌制造价值及原材料、人力及技术支出之差；2) 流通端，包括生鲜从生产端到消费端流通所需经过的所有渠道商与基础设施及解决方案提供者，主要盈利来源为品牌附加值及渠道价值（即渠道所承担功能的替换成本）与流通运营所需费用之差；3) 消费端，为最终价格承担方，按类型可分为 B 端及 C 端两类，但若以价格承担角度将包括餐厅、商贩在内的 B 端商户产业链延长到末端，C 端仍然为消费端主流。整体来看，从生产端到消费端，生鲜行业兼具产品、品牌、渠道价值，即消费者最终支付价格应包括：1) 满足生活必需品需求的产品价值；2) 基于品牌认知度的品牌溢价；3) 基于现有渠道满足终端“多快好省”需求而产生的渠道替换成本。

图 12: 生鲜产业链可分为生产端、流通端、消费端三段，行业本身应兼具产品、品牌及渠道价值



资料来源：安信证券研究中心

2.2. 基于一斤苹果看终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却要为高额流通成本买单

基于一斤苹果生鲜终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却为高额流通成本买了单。我们以一斤在上海售卖的陕西苹果为例去看生鲜终端价格构成：据第三方数据及草根调研，陕西农户售价约 3.65 元/斤，同期上海终端农贸市场售价约 9.8 元/斤，也就是说，这斤苹果终端价格中的近 63% 被流通成本所占据。这本身非常奇怪，原因在于：从消费者角度来看，国内生鲜产品及渠道本身都不具备稀缺性，在当前品牌价值极弱条件下，替代性其实相对较高（这与流通渠道加价 1 倍以上的茅台、老板电器不同）；但是，在充分竞争的市场条件下，消费者居然最终愿意支付高额流通成本，而且即使以全程冷链运输做假设，该项流通成本中的大部分也不能被解释。为此我们尝试进一步分解这斤苹果的产业链，并细拆其终端价格构成。

图 13: 基于一斤苹果看终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却要为高额流通成本买单

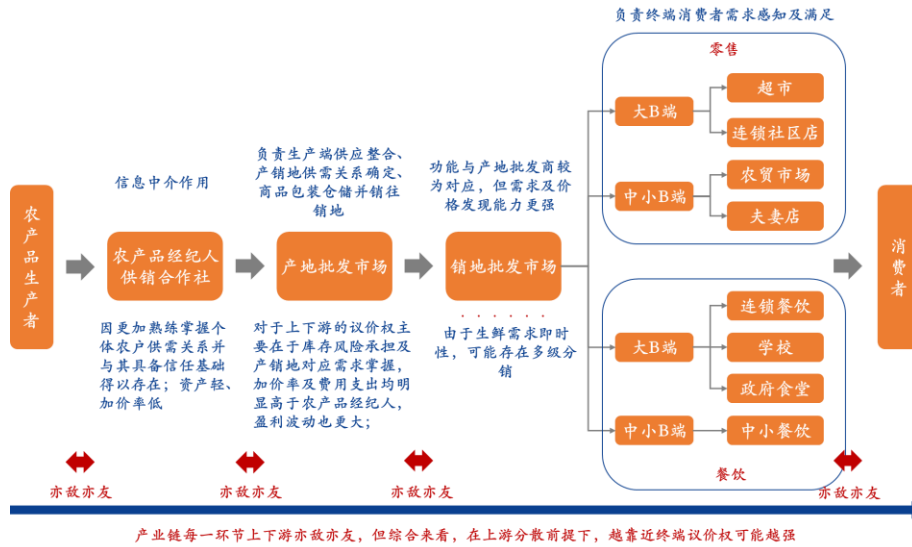


资料来源：Wind，安信证券研究中心

简单化处理，以农贸市场为终端流通渠道，一斤苹果从陕西农户卖出至上海消费者买入大致需经过以下几个渠道，各环节渠道商各司其职，功能有所不同，其中：1) 农产品经纪人。负责在产地经销商下单后与农户收货，主要起到信息中介作用，因为更加熟练掌握个体农户供需关系并与其具备信任基础得以存在，根据农产品季节属性及下单数临时雇佣工人采购，资产相对较轻；2) 产地批发商。负责生产端供应整合、产销地供需关系确定、商品包装仓储并销往销地，对于上下游的议价权主要在于库存风险承担及产销地对应需求掌握，加价率

及费用支出均明显高于农产品经纪人，盈利波动也更大；3) 销地批发商。一级销地批发商功能与产地批发商较为对应，但需求及价格发现能力更强；注意到，由于生鲜需求即时性及其他因素影响，产地和销地可能存在多级分销，但本例中我们简化处理；4) 农贸市场。负责终端消费者需求感知及满足，当前大多为个体经营，数字化程度低。

图 14：生鲜产业链各环节渠道商各司其职，功能侧重有所不同



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

产业链每一环节上下游亦敌亦友，但综合来看，在上游分散前提下，越靠近终端议价权可能越强。在生鲜产业链上下游关系中，我们想着重强调以下两点：1) 产业链每一环节上下游实际亦敌亦友。所谓“友”，不难理解，在生鲜低客单价、流通成本高、替代成本又较低的基础上，各级渠道商难以精准把握供需关系，需要上下游的存在，不求利益最大化，而求风险收益权衡可以达到最优：以美菜为例，据调研，上游因为看中其货源大且稳定、且滞销问题带来的损耗问题可以解决，愿意为其降价 20%进而建立长期关系；以猪肉屠宰厂为例，据调研，猪肉价格波动大，但在极差环境下中间商也基本可以赚钱，屠宰厂则承担了从亏损 1 千万至盈利几千万的大幅波动。所谓“敌”，仍以美菜为例，美菜在想尽办法与上游建立良好关系的同时，也会尽一切可能将其利润压致最低，据调研，供应商给美菜的加价率仅有 10%，而供应商的损耗率也是 10%，这 10%的加价，是美菜“试”出来的。2) 在上游分散前提下，越靠近终端议价权可能越强。在生鲜产业链中，合作与制衡贯穿始终；而由于生鲜为非标品、损耗高，上游分散前提下难以把握供应量，下游需求又更多地掌握在终端渠道手中，因而，越靠近终端议价权可能越强。

量化指标：或为上述观点印证。根据阿里巴巴、58 同城、淘宝网、艾瑞咨询及第三方调研数据，我们详细拆分了这斤在上海销售的陕西苹果的产业链加价情况（图中部分数据为当前暂时不确定或不可得数据，但应不对趋势性结论造成影响，后同）。在结果中，我们定义：1) 渠道价值为该渠道加价与渠道费用（包含人工、租金、仓储、运输等）之差，也就是该渠道的价值，在国内生鲜品牌价值极弱条件下，也就是其作为渠道的替换成本；2) 渠道参与者利润为渠道价值及人工成本之和，也就是该环节参与者所获利润之和；3) 渠道净利率为渠道参与者利润及收入比例，也就是该环节参与者的盈利能力。我们注意到：1) 各级渠道商利润获取能力有所不同，主要体现在随渠道向下游延伸，该级渠道参与者利润及渠道净利率逐级提升，或为前文关于议价权论述印证；2) 各渠道价值（即替换成本）不同。农产品经纪人层级净利率很低，但替换成本占据进货价的 1.7%；农贸市场层级虽然净利率很高，但若不考虑参与者劳动成本，渠道替换成本其实很低，这一点我们会在后文继续重点讨论。

表 1：产业链每一环节上下游亦敌亦友，但综合来看，在上游分散前提下，越靠近终端议价权可能越强

农产品经纪人														
	假设采购量(斤)	采购成本	人工	租金	仓储	包装	运输	损耗	渠道价值	渠道参与者收入	加价	售价	毛利率	渠道净利率
总量	40,000	146,000	1,500											
假设	假设一车货, 4万斤	3.65 元/斤	150 元/人/天*5*2 天					0%			2.7%			
单斤		3.65	0.04						0.06	0.10	0.10	3.75	2.7%	2.7%
比例		1	1.03%						1.7%	10.0%	1.03			2.7%
产地批发商														
	假设采购量(斤)	采购成本	人工	租金/进场费	仓储	包装	运输	损耗	渠道价值	渠道参与者收入	加价	售价	毛利率	渠道净利率
总量	160,000	600,000	25000		45000									
假设	假设一车货 4 万斤, 一个月 4 车		假设 5 人, 5000 块	销售额 6%	仓库 5 元/平米/天 *300 平*30 天	包装费 0.1 元/斤	农户到仓库运费 0.1 元/斤	5%			33%			
单斤		3.75	0.16	0.30	0.28	0.1	0.1	0.25	0.06	0.22	1.25	5.00	25%	4.4%
比例		1	4%	8%	8%	3%	3%	7%	2%	21.9%	33%	133%		
销地批发商														
	假设采购量(斤)	采购成本	人工	租金/进场费	仓储	包装	运输	损耗	渠道价值	渠道参与者收入	加价	售价	毛利率	渠道净利率
总量														
假设			假设 5 人, 5000 块	假设销售额 6%	假设同产地		长运 0.15/斤	5%			40%			
单斤		5.00	0.16	0.42	0.28		0.15	0.35	0.64	0.80	2	7	29%	11.4%
比例		1	3.1%	8%	5.6%		3.0%	7%	13%	79.9%	40%	140%		
农贸市场														
	假设采购量(斤)	采购成本	人工	租金	仓储	包装	运输	损耗	渠道价值	渠道参与者收入	加价	售价	毛利率	渠道净利率
总量				20000 元										
假设			假设 2 人, 5000 元	1/年(含管理费及税)			短运 0.1 元/斤	3%			40%	日销 1500 元, 400 斤		
单斤		7	2.5	0.4			0.1	0.29	-0.30	2.15		9.80	29%	153.6%
比例		1	35%	5%			1.4%	4%	-4%	215.0%	40%	140%		

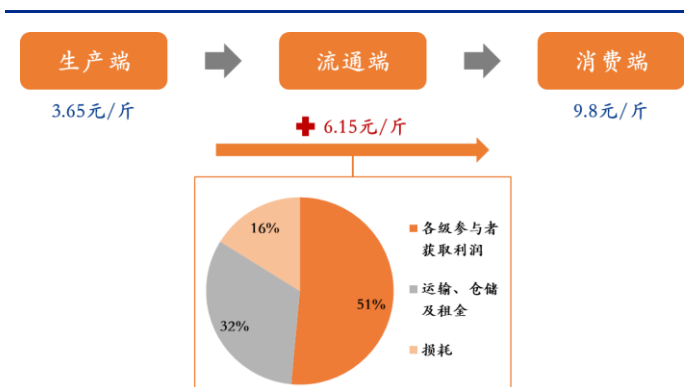
资料来源：阿里巴巴，58 同城，淘宝网，艾瑞咨询，第三方数据，安信证券研究中心，注：表中数据未特殊说明单位为元，并以冷库储存，常温运输假设，忽略了税

2.3. 高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点，并加剧其痛点形成

高额流通成本中可变成本占据相当部分，苹果并非个例，生鲜不同品类应只是权重不同。我们以一斤在上海销售的陕西苹果为例，拆分了其流通成本的构成，从结果来看，其流通成本主要分为三部分：1) 仓储、运输、租金成本。在所有流通成本中最为刚性，占比 32%；2) 各级渠道参与者利润之和。包括渠道价值及渠道商雇佣人工支付费用，占比 51%；3) 生鲜损耗及包装成本。占比 16%。我们指出：1) 上述数据映射出可变成本的存在，这远比数据本身的精确度更加重要。本例中我们仅以苹果个例计算，且部分假设简化处理，故而以上三部分流通成本比例可能并非精确，但是其存在至少说明——在苹果的高额流通成本中，可变

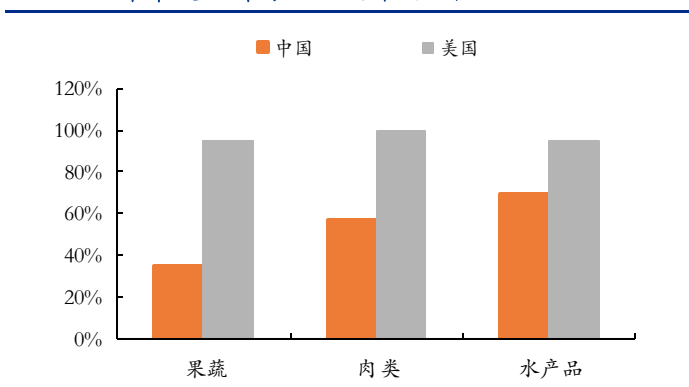
成本占据相当不小的一部分；2) 苹果不只是个例，不同生鲜品类流通成本构成或仅是权重有所区别。回过头看这斤苹果流通成本中可变成成本存在原因：是生鲜的品类特性（低客单价、易腐烂、地域性强、价格敏感度高）使得产业链上的各级环节因供需发现功能及风险分担功能而存在，在国内上下游分散、中游基础设施及供应链解决方案发展不足的前提下，各级渠道商基于风险收益的权衡拉高了产业链的流通成本。这些显然是共性问题，故而，不小的可变成成本可能在所有生鲜流通中均有存在，仅是不同生鲜品类（比如猪肉相对而言客单价更高、价格波动更大但产业链更加规模集约；菜的价格更低、地采比例更重、损耗率更高）权重侧重可能有所不同。整体来看，据《中国物流统计年鉴》，国内生鲜流通保鲜量占总量比重仅10%，相比美日约低40pct；损耗率约25-30%，高于美日20%以上；流通环节一般在5个之上，高于美日；生鲜物流成本占总成本比例高于发达国家10%。

图 15：高额流通成本中可变成成本占据相当部分



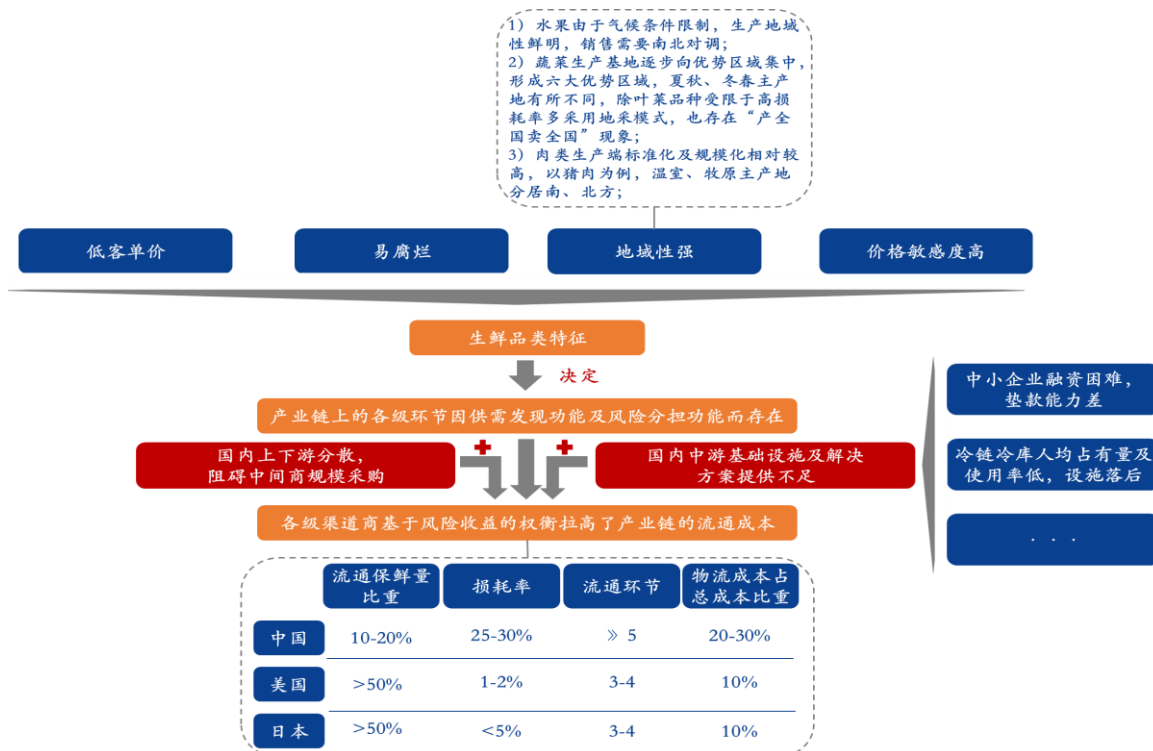
资料来源：阿里巴巴，58同城，淘宝网，艾瑞咨询，第三方数据，安信证券研究中心

图 16：国内生鲜相关基础设施发展不足-以冷链为例（图中为 2015 年中美生鲜冷链运输率对比）



资料来源：《农产品冷链物流发展规划 2010-2015》，安信证券研究中心

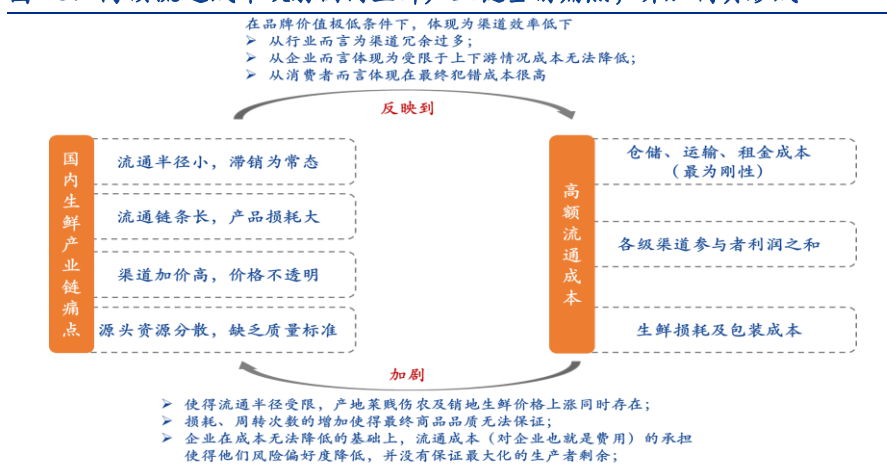
图 17：苹果并非个例，高额流通成本形成原因或为生鲜品类共性



资料来源：中国物流统计年鉴，安信证券研究中心

在品牌附加值较低条件下，高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点，即效率低下；同时，其存在加剧了国内生鲜产业链痛点的形成。高额流通成本（特别是其中可变成本）的存在，是国内生鲜产业链当前痛点的反应；而在品牌附加值较低条件下，渠道的效率不足是主要原因。所谓渠道效率低下：1) 从行业而言为渠道冗余过多；2) 从企业而言体现为受限于上下游情况，成本无法降低；3) 从消费者而言体现在最终承担较高价格、且品质无法保证。市场上对生鲜痛点的总结基本都可以归纳为以上三点，比较显而易见。更重要的问题在于，高额流通成本的存在又加剧了这些痛点的形成，例如：高额流通成本的存在使得流通半径受限，产地菜贱伤农及销地生鲜价格上涨同时存在；损耗、周转次数的增加使得最终商品品质无法保证；企业在成本无法降低的基础上，流通成本（对企业也就是费用）的承担使得他们风险偏好度降低，并没有保证最大化的生产者剩余。由此，我们认为，生鲜产业链衍变之路也非常明晰：一切都向流通成本更低的方向变化。

图 18：高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点，并加剧其形成



资料来源：安信证券研究中心

3. 生鲜产业链衍变之路明晰：一切向流通成本更低的方向变化

3.1. 生鲜产业链衍变之路明晰：一切向流通成本更低的方向变化

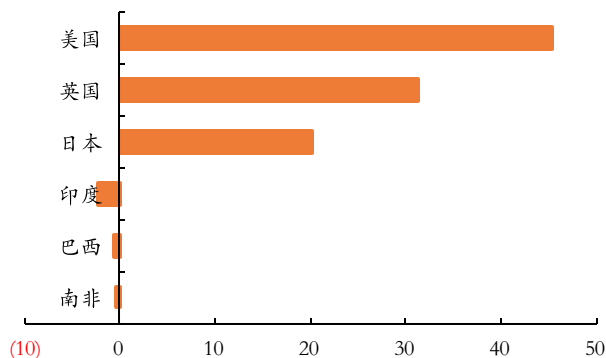
上游规模化、专业化、集约化，美日已有印证。我国农业从业人口多，但是机械化水平低，合作意识差，规模化不足：据国家统计局及 Wind 数据，2018 年我国农业人口约 5.64 亿人，占总人口比重达 40.4%（美国 2010 年水平为 19.3%），但平均 50 户/个（合作社）的整合度甚至远低于美国 2001 年 1000 户/个（合作社）的水平，综合机械化率 63.82%（2015 年），亦远低于美国。极为分散的上游结构导致农民缺少融资能力，进而加剧了生产的不集约问题，并导致产品不够标准化，质量残次不齐，而这些“成本”最终均由消费者承担。一方面，从发达国家经验来看，城镇化发展使得农民从业人口下降，倒逼上游集约化，规模化及机械化是必然趋势；另一方面，从国内生鲜产业链的衍变路径来看，上游也需要通过规模化、专业化、集约化来消除信息不对称性，进而降低流通成本。而政府政策、立法、税收方面的支持将是加速该进程的催化剂，这一点，美日已有印证。

表 2：我国农业从业人口多，但是机械化水平低，合作意识差，规模化不足

	农业人口占总人口比重	规模化不足	机械化水平
中国	2018 年为 40.4%	2018 年为 50 户/个（合作社）	机耕率 80.43%，机播率 52.08%，机收率 53.40%，综合机械化率 63.82%
美国	2010 年为 19.3%	2001 年为 1000 户/个（合作社）	接近 100%

资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心，注：表中机械化率数据为 2015 年数据

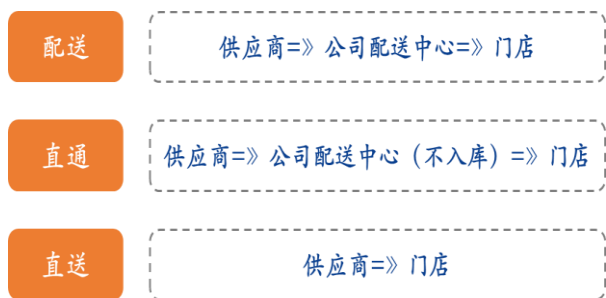
图 19：我国与可比国家农业现代化发展水平年代差（单位：年）



资料来源：《中国农业科学》，安信证券研究中心

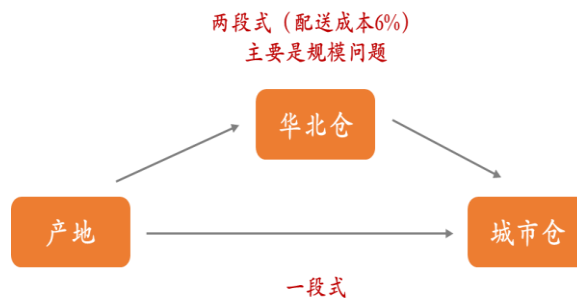
下游标准化集中、数字化改造，掌握终端，提升流通效率。目前来看，生鲜产业链下游渠道以农贸市场为主，超市约 20%占比但集中度很低（餐饮业也是一样）；最下游渠道的分散以及不标准化也是流通成本增加的很重要原因。以超市为例，据草根调研，目前国内一家小型连锁超市在单区规模不够的条件下，通常物流配送会选用第三方，且有可能会与其他超市共同采购（门店数不够一车的量），如果决定权及信息没有掌握在自己手中，那么货品质量、源头价格、物流到达时间多方面都会受损。以美菜为例，据草根调研，由于公司单城市门店数目不够，导致其在冷链运输上放弃一段式选择两段式（通过华北仓周转），这使得其配送成本高达 6%，高于批发市场从产地直运的运输成本。而对于规模化企业，虽然生鲜本身非标，但可以通过集采集储集运整体调控，而门店本身的标准化及数字化则是进一步提升效率的过程。

图 20：配送、直通、直送三种配送方式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

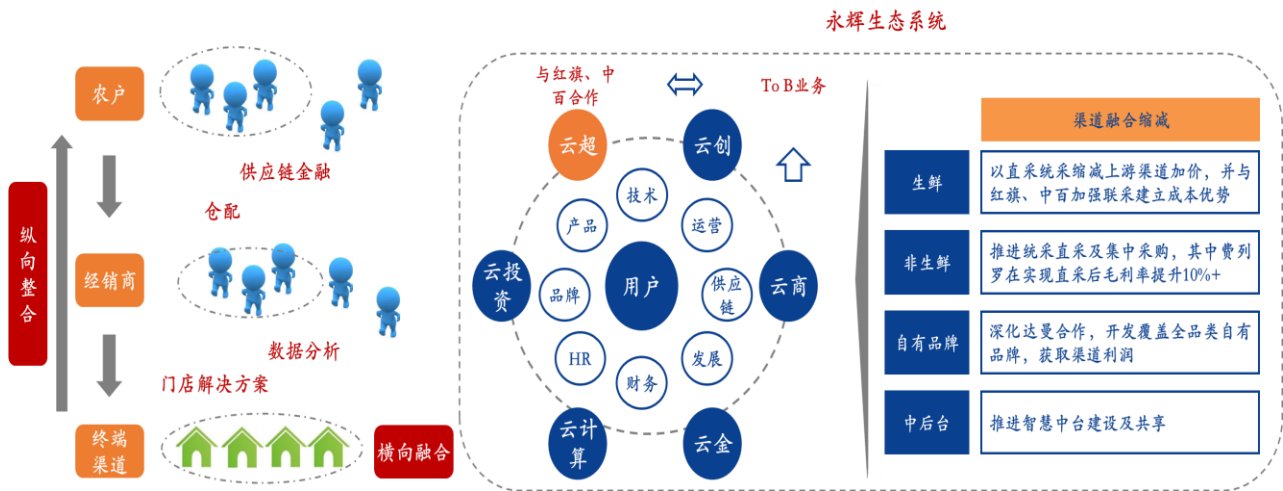
图 21：以美菜为例看下游分散条件下的不集约



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

渠道融合缩减，纵向整合极有可能是自下而上，同时催生第三方基础设施及解决方案需求。一方面，产业链上下游的集中化使得中间商的规模优势得以凸显，多层级横向整合成为可能；而另一方面，如前所述，生鲜品类特征使得其核心议价掌握在下游，在多层渠道冗余前提下，伴随产业链横向整合消除的信息不对称性，自下而上的纵向整合应运而生。目前来看，永辉超市是渠道整合的代名词：以生鲜统采直采缩减上游渠道加价，并与红旗、中百合作加强联采建立成本优势；推进非生鲜产品统采直采及集中采购，以费列罗为例，据公开调研资料，该品类实现直采后毛利率提升 10%+；深化达曼合作，开发覆盖全品类的自有品牌，获取渠道利润；推进智慧中台搭建及中台共享等。中国超前的互联网趋势及数字化进程将对渠道的扁平化发展起到促进作用；而在国内冷链、仓配等基础设施及信贷环境并不完善的前提下，或将催生第三方基础设施及金融、数据解决方案需求。

图 22：以永辉为例：生鲜产业链的扁平化发展



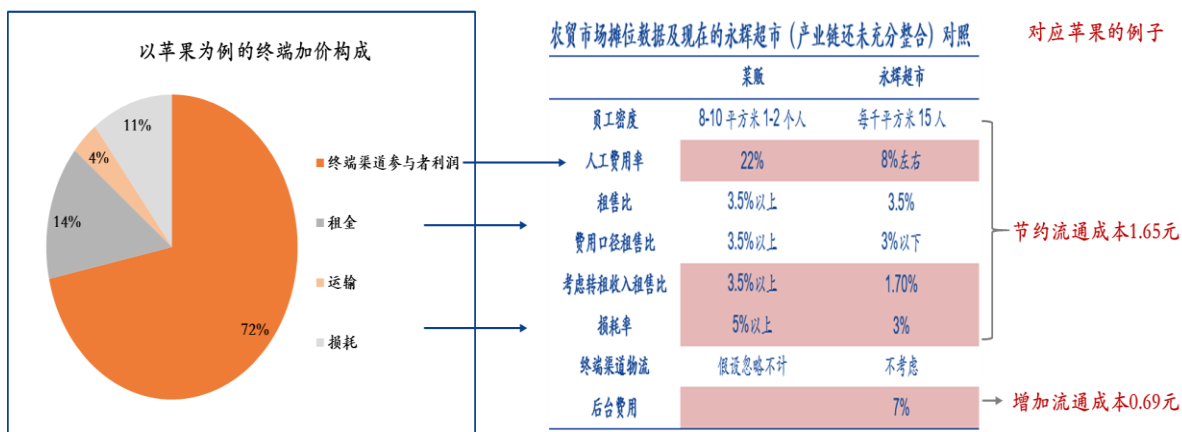
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 超市对农贸市场的取代或将成为一站

超市对农贸市场取代的关键原因：归根结底是人力、租金、损耗、物流等流通成本的不集约。回到最初，看先前未讨论的一项数据：从一斤跨省运输的苹果来看，终端农贸市场加价了40%，但“渠道价值（在我们定义下）”为0。1）所谓加价，2.8元/斤加价中，72%被渠道参与者获得，14%以租金形式给了物业方，4%为运输，11%为损耗；2）所谓渠道价值为0，即：从供给端看，农贸市场菜贩并没有通过提供此渠道获取超过平均工资的薪酬；从需求端来看，即消费者在终端渠道选择过程中，并没有对农贸市场支付超额溢价。再次强调，上述数据可能因为个案有所偏差，但趋势性问题的结论应该是值得参考的：很直观，中国农贸市场的菜贩没有比超市企业的员工富有太多。在此基础上，我们将超市及农贸市场放在产业链的同一层级来看，超市企业由于企业化运作，随着产业链的横向及纵向整合，优势企业的人力、租金、物流等流通成本都会受益而更加集约，因而长期来看，超市对农贸市场的取代是必然。

具体的，拿农贸市场摊位数据及现在的永辉超市（产业链还未充分整合）来对照：据草根调研及公司公告，农贸市场8-10平方米摊位需要1-2名个体劳动者，而永辉目前的员工密度是15人/千平方米；水果摊、蔬菜摊的租售比分别在3.5%以上，而永辉的租金费用率是3.5%，费用口径是3%以下，如果考虑转租收入该比例仅有1.7%（永辉超市是转租比例相对少的超市公司）；超市作为终端渠道环节的损耗率至少低2%；终端环节的物流我们忽略不计，对应一斤苹果，以上环节一共节省了1.65元；但超市也会因为企业化运营增加后台费用（占营收比重约7%，对应一斤苹果是0.69元），但很显然，这里面不小的部分可以通过规模化分摊。那么再对照农贸市场菜贩作为终端渠道的费用构成，基本可以说明问题：在消费者不愿意对农贸市场这一终端渠道支付渠道溢价的前提下，超市相对于农贸市场的流通集约（现有产业链基础，上述案例估算约占终端价10%）使得渠道替换为必然。当然，不得不承认一个问题，超市在企业制下的中游利益流出可能会更高，比如说税收，否则永辉超市的净利率应该是7.5%而不是3%，但这在研究长期趋势时，或许可以不放在重点考虑。

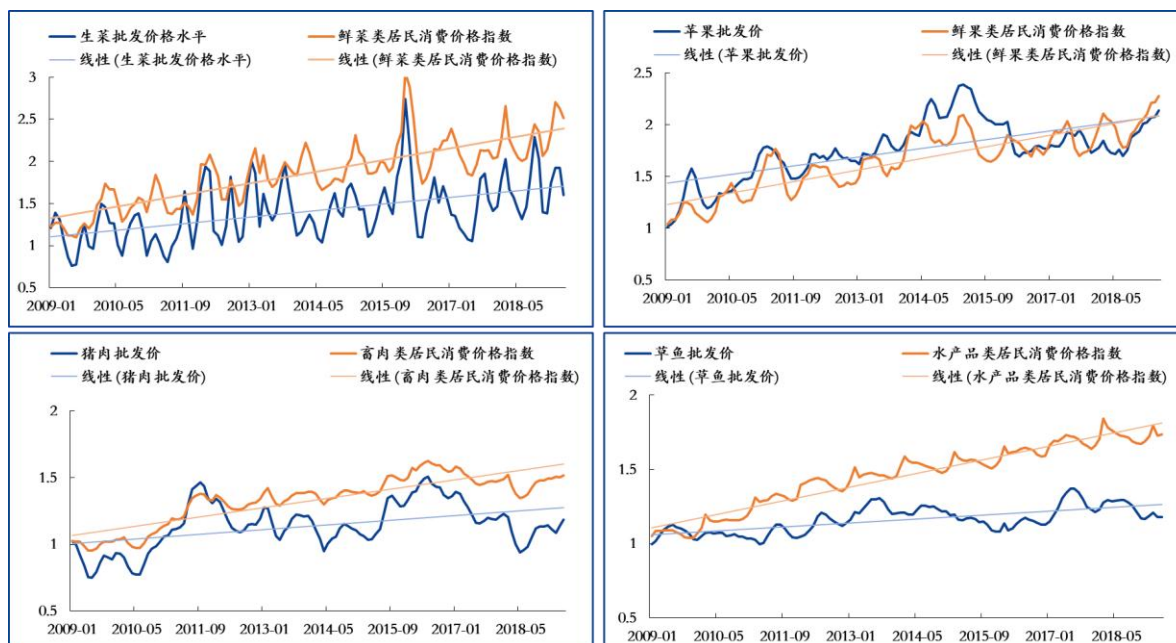
图 23：超市对农贸市场取代的关键原因：归根结底是人力、租金、损耗、物流等流通成本的不集约



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

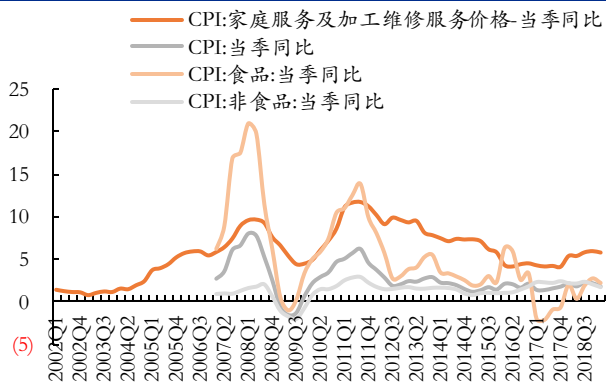
生鲜批零加价推动零售价不断上涨，其背后映射的终端渠道人力及租金压力说明：对农贸市场的挤出效应正迅速增强。在认可从产业链流通成本降低角度而言、超市相对于农贸市场的优势之后，一组数据说明，近年农贸市场的可替代性正迅速增强：据 wind 及国家统计局数据，2009 年 1 月-2019 年 4 月，以生菜、苹果、猪肉、草鱼为例，国内鲜菜、鲜果、畜肉、水产品零售端价格分别增长约 2.51 倍、2.28 倍、1.52 倍、1.74 倍，而批零加价的增长是生鲜零售端价格增长的主要原因。在终端渠道几乎压缩为 0 的基础上，批零渠道的成本上升或为终端价格上升的最主要原因，而其中最重要的应为人力及租金。据国家统计局及 Wind 数据，CPI-家庭服务及加工维修服务价格季度增速（基本代表人力成本水平）与 CPI 季度增速之差中枢基本维持在 4% 以上，一二线城市商铺租金年复合增长率约 10%，可见对农贸市场的挤出效应正在增强。

图 24：国内生鲜零售端价格快速上涨，批零加价是主要原因（图中各价格均以 2008 年 12 月为基期做归一处理）



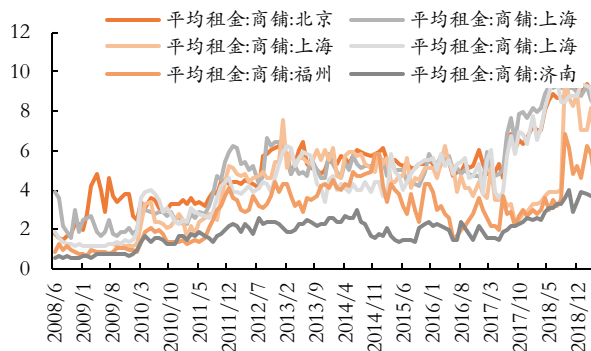
资料来源：Wind，国家统计局，安信证券研究中心

图 25: 终端人力成本上涨快于食品 CPI (单位: %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 26: 一二线城市商铺租金年复合增长率约 10%+

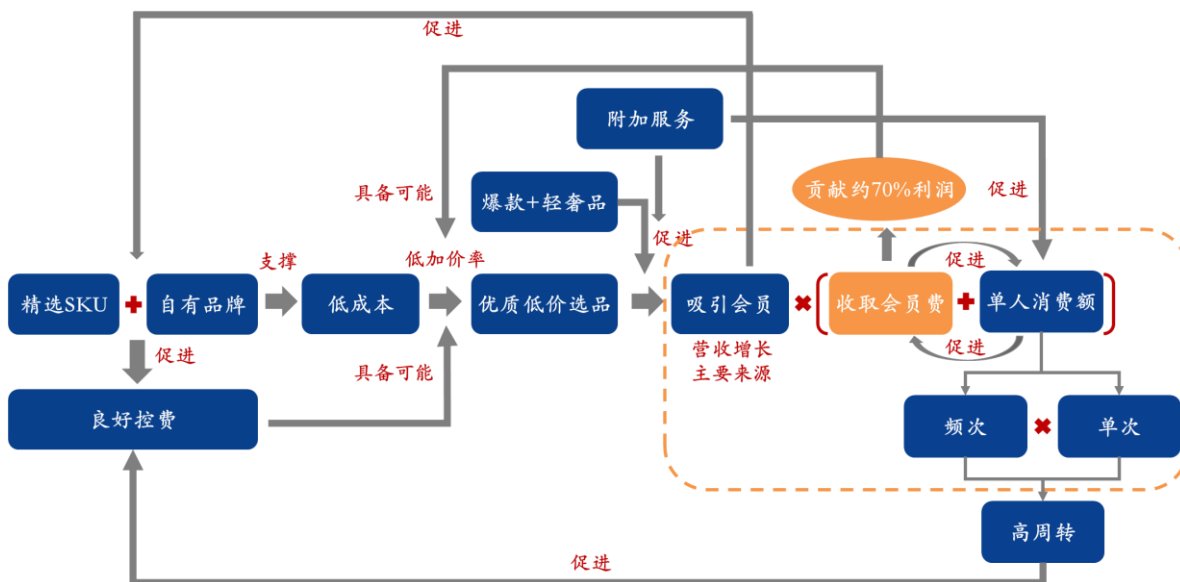


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.3. 品牌价值得以深挖, 添砖加瓦

规模基础上, 品牌价值得以深挖, 添砖加瓦。从零售商角度而言, 国外零售商的自有品牌比例明显更高, 好市多、沃尔玛自有品牌比例均在 25% 以上; 生鲜虽然相比其他品类品牌价值较低, 但并不是全无可能——新西兰猕猴桃 Zespri 品牌、好市多的熟食及加工产品、日资便利店的快餐等都是生鲜品类中发展品牌价值的代表, 但是, 生鲜品牌价值的挖掘或许需要在产业链的规模基础上完成, 例如: 好市多于 1995 年起开始创立自有品牌 Kirkland Signature, 其高比例自有品牌及良好客户黏性的形成是基于已有会员体系不断沟通试错的过程; Sysco 的渠道整合也与美国上游品牌商的规模化发展有不可分割的关系。我们认为, 对于生鲜产业链而言, 流通成本的降低是最主要的方向; 而伴随渠道的扁平化发展, 生鲜品牌价值或得以挖掘, 进而填砖加瓦。

图 27: 好市多作为仓储业态典范, 其高比例自有品牌是基于已有规模及会员体系试错迭代的过程



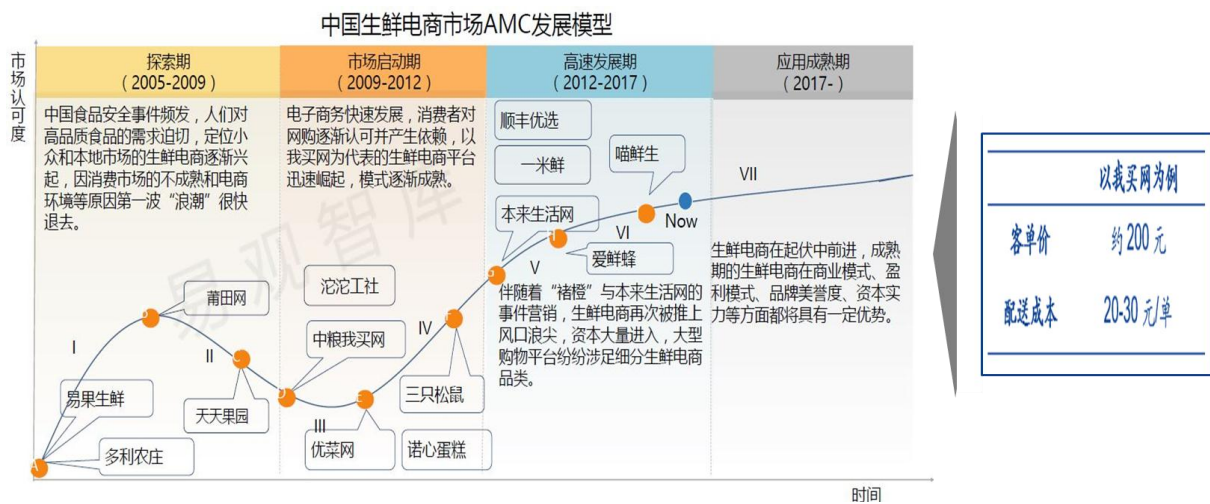
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4. 尚有入局者，但从更大市场来讲，永辉整合赋能先发优势明显

4.1. 尚有入局者，紧跟产业链衍变路径，各有优劣

资本退热，纯 B2C 生鲜电商发展并不经济。与国外不同，国内的人口密度、移动化水平及互联网使用习惯给了线上零售发展的沃土；而在生鲜高频高粘性属性下，不少玩家开始开展生鲜电商业务，并获资本助力跑马圈地。2005 年，易果生鲜作为首家生鲜电商于上海成立；随后，多利农场、莆田网、天天果园、中粮我买网、本来生活等定位本地市场的生鲜电商相继出现。正如之前所说，由于生鲜商品客单价低，且因保存时间短、易变质、易腐烂、易损坏，对于物流、储存、配送、保鲜等都有特殊要求，纯 B2C 电商模式发展受到了限制。据中买网招股说明书，2016 年，在 B2C、自建物流为主的模式下，公司平均客单价为 200 元左右，每单配送成本高达 20 元以上，足见生鲜其屡单成本之高。正因如此，在经历 14-15 年资本助力下的高速发展后，16 年开始，生鲜电商进入洗牌期：一方面，一大批中小型生鲜电商企业或倒闭或被并购；另一方面，巨头入局，不断加码冷链物流和生鲜供应链投资，拥有全产业链资源和全渠道资源的企业将愈发具有优势。

图 28：资本退热，纯 B2C 模式生鲜电商并不经济



资料来源：易观智库，公司公告，安信证券研究中心

前置仓模式：相比纯电商模式效率更高，但屡单成本仍相对刚性，对单量及客单价均有要求，引流成本较高。纯电商模式的不经济一定程度上推动了行业的双线融合，前置仓模式开始出现。所谓前置仓，一般设在社区周边 3 公里以内，消费者下单后由前置仓送货上门，一定程度上解决了配送效率及配送成本问题。以叮咚买菜为例，公司成立于 2017 年 5 月，自建社区前置仓，主打“0 起送费，0 配送费，最快 29 分钟送达”的家庭买菜业务；截至 2019 年 4 月，叮咚买菜共 301 个前置仓，服务上海、苏州、杭州大部分社区，其中上海有 200 个前置仓。但是，一方面，由于目前来看屡单成本仍然相对刚性（即：无论多近、配送多快，屡单成本都不能无限降低，因而客单价有所要求（据估算，单价低于 50 元就无法覆盖）；另一方面，由于前置仓模式本身也有房租、水电、仓内最少配置人员（8-9 人）等刚性成本限制，单量也有要求（每日最少 600-700 单）；以及，无店支撑下，初期引流成本及推广成本较高也是问题。据第三只眼看零售及公开资料，叮咚买菜的前置仓如果做到 1500 单就可以开始分仓，意味着估算 1500 单时单仓可突破盈亏平衡点，而对应的客单价需达到 66 元，或者毛利率达到 30%。

表 3: 叮咚买菜基于不同单量的模型测算 (无特殊说明, 单位为元)

单日单数	500	1000	1200	1500
人均日工作时间	8 小时 (其中 4 小时用于拣货打包,其余 4 小时用于收货、商品管理等工作)			
平均每单拣货打包时间	5	4.5	4.25	4
需要人员数	10.4	18.8	21.3	25.0
考虑轮休后需要人员数(假设一个人一周工作 6 天)	12.2	21.9	24.8	29.2
单人每天成本	267	267	267	267
仓库人力成本	3241	5833	6611	7778
单人单日配送量	40	48	53	56
单个前置仓配送人员数量	12.5	20.8	22.6	26.8
单个配送员月收入	8580	8580	8580	8580
每单配送成本	7.2	6.0	5.4	5.1
平均单日配送成本	3575	5958	6475	7661
单仓投入 (万元)	50	50	50	50
折旧年数	5 年	5 年	5 年	5 年
单仓单日折旧费用	274	274	274	274
水电费/天	300	300	300	300
面积 (平方米)	300	300	300	300
日租金/平方米	3	3	3	3
单仓单日租金	900	900	900	900
损耗率	3%	3%	3%	3%
单日损耗金额	675	1,500	1,872	2,475
税率	8%	8%	8%	8%
单日税额	1,800	4,000	4,992	6,600
客单价	45	50	52	55
日销	22500	50000	62400	82500
毛利率	20%	20%	20%	20%
单日毛利额	4500	10000	12480	16500
单仓单日盈利	-3024	-2932	-2333	-1710

资料来源: 第三只眼看零售, 安信证券研究中心, 注: 表中数据未考虑地推拉新成本 (新顾客奖励 8 元首单+12 元第二单优惠, 相当于推广费用), 税项可能未实际发生

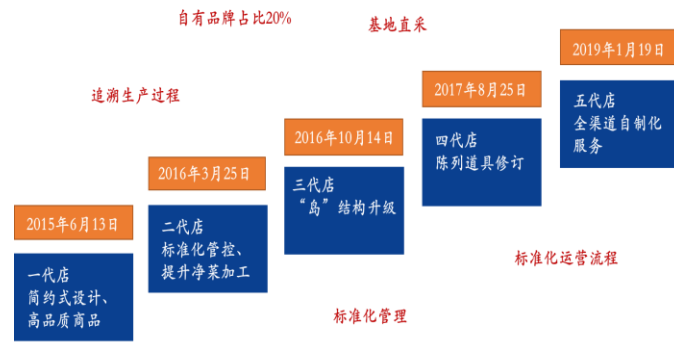
社区生鲜小店模式: 综合能力要求高, 受限于供应链及口碑效应, 跨区域复制较难。单店模式即生鲜社区小店, 是最靠近传统线下零售渠道的模式。在中国租金人力成本较高、小店相对大店租金及人员密度较高的前提下, 效率的提升及成本的控制成为小店发展关键, 但中国便利店利润端并不那么亮眼的发展情况其实也侧面反映了以上两项指标优化的困难。相比便利店, 社区生鲜店可能租金应有一定优势, 但生鲜本身的品类特征也会加大运维难度, 进而对企业选址、门店运营和供应链管控综合能力提出更高要求。据《中国社区生鲜报告》, 在其调研 74 家企业 (约 5368 家门店) 中, 受访者 38% 表示自己企业为盈利, 38% 表示企业为亏本, 24% 表示为盈亏平衡。目前国内已不乏区域优势企业: 以生鲜传奇为例, 公司通过定位、定数、定品、定架、定价五定原则, 标准化门店并已迭代五次, 形成区域口碑效应。在生鲜传奇的发展中, 我们也可以看到紧抓产业链发展趋势的例子: 据草根调研, 自有品牌达 400 SKU, 约占销量 20%; 选用基地直采模式, 从源头管控商品品质; 自建配送中心, 实现物流配送标准化。但是, 由于小店模式相对大店对供应链要求更高, 生鲜小店在跨区域复制时可能会面临供应链原有优势难以触达及区域口碑重新培育等问题, 长期性发展需要人、钱等多方面的支持。

图 29：生鲜社区店行业数据统计说明：业态规模化发展对综合能力要求更高



资料来源：《中国社区生鲜报告》，安信证券研究中心

图 30：生鲜传奇五代店面迭代



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31：生鲜传奇五定原则

五定	具体内容
定位：满足中产阶级家庭的一日三餐	公司目标客群为 25-65 岁、家庭年收入在 8 万元以上、家庭年餐饮及相关支出在 2 万元以上的家庭。解决饮食习惯、购物习惯和居住交通习惯
定数：聚焦基本款，精简 SKU 数量	只卖和吃有关的商品，SKU 生鲜在 300 种以内，整体在 2000 种左右
定品：搭建一日三餐完整品类	差异化但不能过度差异化。核心商品要做突出，差异化商品要足够。要考虑系列性
定架：标准化货架，便于快速复制	生鲜传奇门店的每一节货架都进行编号，并且所有门店编号都是一致的
定价：统一制定价格，严格控制毛利率	价格固定。整体毛利率设定在 18%，原则上不能超过。定价为市场最低价，与竞争对手比价

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

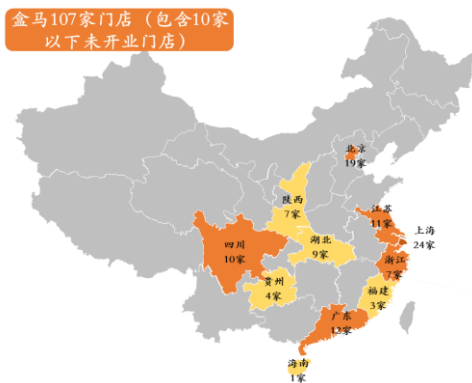
表 4：生鲜传奇单店模型测算（注：无特殊说明，单位为元）

日销	25000	单店面积	300
整体毛利率	18%	单店单日员工费用	2500
蔬菜销量比例	16-18%	日租金/平方米	3
蔬菜单日销量	4250	单店单日租金	900
毛利率	18%	损耗率	3%
水果销量比例	20%	单日损耗额	750
水果单日销量	15%	单店投入	50 万
肉销量比例	23-25%	折旧年限	5 年
肉单日销量	6000	单日折旧额	274
毛利率	12%	单日水电费	300
单日毛利额	4500	单日净利润	-224
单店人数	15-18（有下降空间）		

资料来源：草根调研，安信证券研究中心，注：未考虑税额约 2000 元（8%），未考虑转租收入

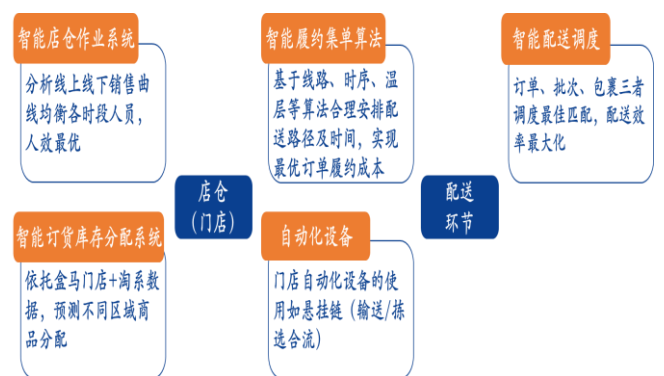
新零售业态超市：到家到店结合，运作模式实际较“重”，定位中高端错位竞争。如上所述，生鲜品类本身的难运维以及小店相对大店更高的成本使得到店模式综合能力要求较高，且跨区域复制较难；仓的到家模式一定程度上分摊了人与租金的成本，但履约成本仍比较刚性，引流成本也比较高。到店到家结合体应运而生，以盒马为代表：线下设 4000-6000 平方米店铺，也是前置仓，同时开展线上业务，扩大门店覆盖范围并提升坪效；在阿里的人、财力、物力支撑下，据草根调研，截止 2018 年 12 月，盒马已开设 100 余家店铺，线上营收占比高达 62%，坪效可达传统门店 5 倍。到店到家模式的结合一定程度上解决了单一模式的问题，却又有新的问题产生：比如，单纯仓的模式库存管理更加容易精确，但一旦线上线下结合，库存快速调拨存在难度；再比如，盒马模式本质上并没有解决线上订单履约成本过高的问题，在这一角度上，如何实现人的最合理调配就成为了关键；再如，近 30 元的获客成本对比约 100 元的客单价比例并不小，故而如何通过良好的配送效率及服务质量增强客户黏性、保证复购率也是重中之重...这些都需要中后台支持，运作模式实际仍然较“重”，一定程度上决定盒马毛利率必须要高才能覆盖成本，因而定位中高端、错位竞争或为大体趋势，低线城市下沉短期困难。

图 32：截止 2018 年 12 月 10 日，盒马鲜生 107 家门店位置分布（截止 2019 年 6 月 13 日共 153 家）



资料来源：盒马 APP，云栖大会，公司官网，安信证券研究中心

图 33：盒马新零售供应链系统及硬件架构



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 5：截止 2018 年 12 月盒马整体经营情况及单店模型

经营情况		单店模型	
主流店铺面积 (平方米)	4000-6000	月销 (万元)	2300
SKU	3000-4000	线上占比	62%
线上 SKU 占门店比例	60%+	毛利率	24%
坪效 (元/平方米/年)	5 万+	人力成本 (万元)	84
客单价 (元)	线上 73 元，线下 118 元	占比	4%
线上转化率	25%	拣货打包配送 (万元)	300
次月留存比例	30-35%	占比	13%
月购频率 (次)	3.9	水电煤 (万元)	74
毛利率	22%	占比	3.20%
生鲜损耗率	5%	租金 (万元)	40
生鲜周转 (天)	1-2 天	占比	1.70%
开店成本 (元/平方米)	3250	折旧 (万元)	50
培育期	12-15 个月	占比	2.20%
平均获客成本 (元)	28-30	当前单月盈亏 (万元)	基本为正
开店计划	预计 2019 年至 200 家		

资料来源：草根调研，安信证券研究中心，注：盒马单店模型为 2018 年 12 月底的 12 月期门店，约 8000 平方米

社区拼团模式：降低获客成本及终端配送，但品类发展及需求满足仍然受限。所谓社区拼团，约 2015 年起开始萌芽出现，后经扩区、扩品，逐步发展；其指以社区为中心，以团长（通常是宝妈、便利店经营者）为分发节点，消费者可以通过微信群、小程序等工具，拼团购买生鲜、日化用品等的新型购物形式。社区拼团之所以在二三线城市兴起，是因为：1) 于需求侧，一定程度反映生鲜需求分级现象。即：在一线城市消费者越来越追求便捷、即时性服务的同时，二三线城市的生鲜消费诉求仍然更多追求性价比以及商品新鲜程度，对服务、效率要求并不是特别高；2) 于供给侧，供给端竞争相对不太激烈，通过团长制模式将获客成本、人工成本、租金成本降至团长佣金费率（约 10%）、将履约成本降至约 5%、并通过预售制以销定采降低损耗率，进而解决生鲜电商不经济问题。但是，这种模式的多品类发展及多层次消费者需求满足仍然受限，仅是生鲜细分需求的满足。

图 34：社区拼团于 2015 年左右开始萌芽出现，后经扩区、扩品，逐步发展



资料来源：新浪网，安信证券研究中心

图 35：社区拼团通过团长模式降低成本

	社区生鲜店	盒马	生鲜电商	社区拼团
人工工资占比	8.0%	4.0%	0%	
租金成本占比	5.6%	1.7%	0%	10%
营销获客成本	0.0%	5-10%	5-15%	
履约成本	0.0%	13.0%	20%	5%
生鲜品类损耗率	8.0%	5.0%	-	或有降低

资料来源：新浪网，安信证券研究中心，注：图中部分数据为根据草根调研结果估算

4.2. 从更大的市场来讲：永辉超市整合赋能，先发优势仍然明显

如上所述，生鲜市场之大、以及其作为高频引流品类带来的必争性使得各类玩家纷纷入局，而品类本身运营之难也不断催生业态迭代进化；现在看，生鲜赛道不乏有规模及高市值的参与者，如：1) To C 端，上文所说的生鲜传奇目前 100 多家门店、估值 30 亿；其竞争对手谊品生鲜 400 家店、至 19 年底预计开至 1000 家、估值 100 亿元；2) To B 端，美菜 19 年营收目标为千城千亿，估值达 100 万美元。但是，基于前文生鲜产业链衍变趋势及终端渠道变革分析，我们认为，从更大市场来讲：永辉超市整合赋能，先发优势仍然明显。

表 6：各类入局者紧跟产业链发展趋势，各有优劣

模式	B2C 生鲜电商	前置仓模式	社区生鲜小店模式	新零售业态模式	社区拼团模式
代表企业	易果生鲜、每日优鲜	叮咚买菜、朴朴超市	谊品生鲜、生鲜传奇	盒马鲜生	你我您、小区乐
优劣分析	履约成本过高，高客单价也难以覆盖，规模发展不经济	相比纯电商模式效率更高，但履约成本仍相对刚性，对单量及客单价均有要求，且无店模式下，引流成本仍然较高	综合能力要求高，受限供应链及口碑效应，跨区域复制较难	到家到店结合，运作模式实际较“重”，巨头支撑下用户体验较好，但需定位中高端错位竞争	降低获客成本及终端配送成本，但品类发展及需求满足仍然受限

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

股权绑定上游，千人买手体系，全球化采购。我们仍然从产业链角度来谈，永辉先发优势其一，即为采购：1)一方面，公司于2015年引入牛奶国际入股，持股比例19.99%，后者为亚洲零售巨头，拥有全球供应链体系；2017-2018年先后投资星源农牧、东展国贸、国联水产、闽威实业、湘村股份等，通过股权绑定上游优质商家，并保证货源质量及价格的相对稳定。2)另一方面，公司以十余年时间建立了700余人的买手团队，常年流动于批发市场和各个基地，且在永辉的规模及供应链支撑下，逐渐建立对于生鲜的采购选品经验。生鲜采购核心之一为渠道，据草根调研，永辉基于现有规模下，大区海外进口尚且需要培育很久时间，比如澳洲车厘子培育3年后才有收成、澳洲牛肉用了一年多的时间才能夯实收割，采购管道需要磨合；从这个角度而言，其现有规模及多年培育的品牌声誉其实是较难逾越的鸿沟，而股权合作及买手团队的稳健即为证明。

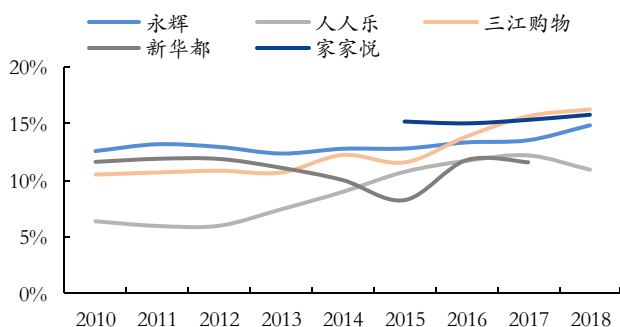
表 7：永辉以股权绑定上游优质商家，保证货源质量及价格相对稳定

	时间	合作方式	合作方禀赋
牛奶国际	2015年	引入战投 19.99%	成熟的海外供应链与商品零售经验
星源农牧	2017年	持股 15%	生猪等农产品
东展国贸	2017年	全资控股	大宗农畜产品进口资格
国联水产	2018年3月	持股 10% (至年底变为 12%)	国内对虾龙头，主要产品包括对虾和罗非鱼种苗、水产饲料、初加工产品及深加工食品等
湘村股份	2018年6月	9.93%	湘村黑猪
闽威实业	2018年6月	19.70%	海鲈鱼、大黄鱼等水产品

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

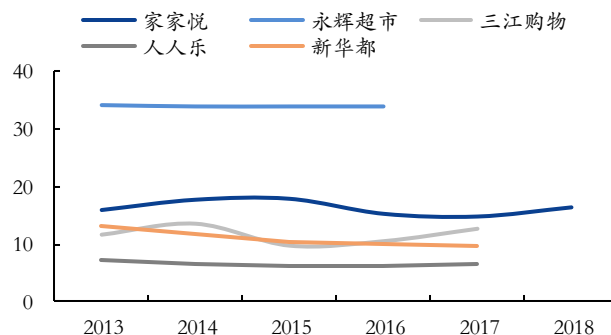
以统采+直采模式缩减中游渠道，规模基础上降低成本。在理解国内生鲜产业链上游情况的前提下，不难发现，永辉采取的统采+直采模式本身就是需要规模支撑的；而另一方面，在规模支撑下（包括联合同业），公司通过对上游议价权提升，可进一步降低成本。这里我们需要指出，基于批发商多级分销的采购模式是没有太大规模效应的：据威海草根调研，在当地批发市场，购买几箱苹果用于送礼的个体户与正常进货的超市商家面对的价格几乎同等。反而是在规模+直采模式下，下游基于终端把握，可以提升议价能力，先前我们所说的美菜例子就是基于如此。先进采购体系及采购规模、加之生鲜强运营周转能力带来的低损耗，使得公司即使在生鲜产品上提供极低价格，毛利率仍高于同行，且生鲜周转率可达到家家悦的2倍（后者为山东区域性生鲜定位优势企业）。

图 36：公司生鲜产品低价且毛利率仍高于部分同行



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 37：公司生鲜周转率约为家家悦 2 倍（家家悦为区域性生鲜定位优势企业）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

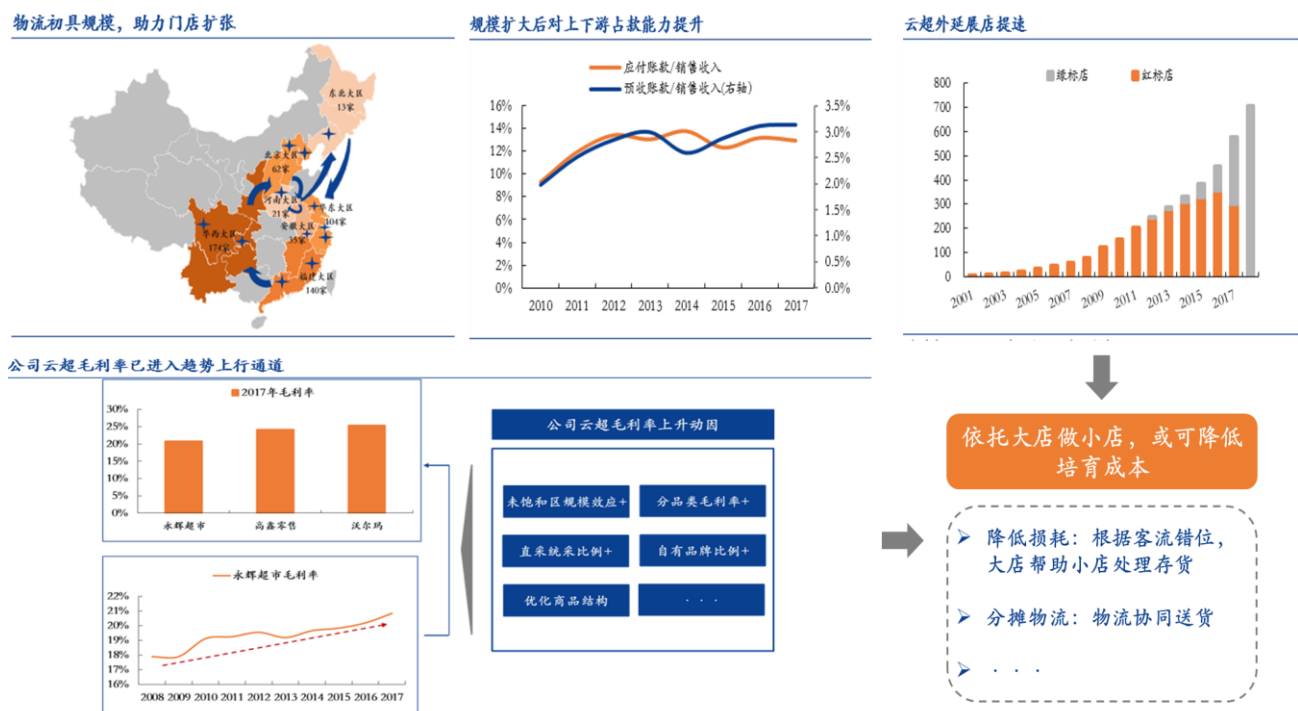
现有物流、门店、供应链支撑下，云超内生性较足，依托大店做小店，或可降低培育成本。从产业链中下游来看，物流的齐备及现有门店及供应链支持下的造血迭代其实是永辉极强的壁垒。一方面，我们以永辉为例，对生鲜产业链终端渠道的自由现金流做一个拆分，可以发现：1) 即使是在永辉单年超过 700 亿营收的体量下，快速扩张战略下，现金留存仍然较为困难，这其中既有净利率低的影响，也有扩张使得资本支出必然加重的影响；2) 对生鲜终端渠道来说，短期“营运资本追加项”受生鲜能否良好周转、对于上下游能否保证稳定议价权的影响很大，这意味着其资金造血会有很大波动和不确定性，小型企业无法承担。故而，巨大市场面前，如何在扩张同时保证展店的确定性、提高不确定性带来的风险成为关键。从永辉整体盈利指标以及单区草根调研数据来看，永辉在现有物流、门店、供应链支撑下，已保持了较好的内生能力；相反，以钱大妈为例的一些超市企业面对这个问题选择了加盟模式摊薄总部所要承担的资本支出，也就必然面临管理上的其他问题。另一方面，据草根调研，针对小店，永辉在现有大店规模及供应链支撑下，可以尽可能降低小店培育期的损耗、物流等成本，也是优势；2019 年以 1000 家 mini 店展店（公司调研数据）、2 万平均日销计算，对营收增速贡献约 5%。

表 8：以永辉为例，对生鲜产业链终端渠道自由现金流做拆分：巨大市场面前，生鲜产业链终端企业如何在扩张同时保证展店确定性、提高不确定性带来的风险成为关键

以永辉超市云超为例	
税后净利润（亿元）	2018 年为 24 亿
利息费用（亿元）	暂时少额
折旧与摊销（亿元）	低于 10 亿
其他非现金支出	-
营运资本追加	波动大，目前是负值（应收应付款/收入都在 5% 以内）
资本性支出（亿元）	约 28 亿元（以 135 家门店，2000 万单店资本支出计算）

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 38：永辉基于现有物流、门店、供应链支撑下，云超内生性较足，依托大店做小店，或可降低培育成本



资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：公司 2018 年数据比较复杂，故部分数据取 2017 年以前数据

表 9：永辉 mini 店模型（以重庆小店为例）

项目	额度	备注
月销（万元）	54	用 1.8 万元日销计算
毛利率	18%	前台 21%，扣损 3-4%
月毛利（万元）	9.72	
员工费用（万元）	5	10 名，假设相同
租金费用（万元）	3	300 平方米，100 元/平方米/月
水电费（万元）	0.5	
物流及其他（万元）	1.1	假设 2%
折旧及摊销（万元）	0.83	假设 50 万，分 5 年
净利润（万元）	-0.69	内部人员预计 2.5 万日销可以打平
月销（万元）	54	用 1.8 万元日销计算

资料来源：草根调研，安信证券研究中心

整合赋能降本增效，空间或为万亿级。衡量生鲜渠道的指标固然有很多种，比如 SKU 数目、生鲜周转水平、生鲜损耗率、生鲜毛利率等等。但正如上文所说，永辉在从一开始选择生鲜作为赛道之后，通过良好物流铺设、供应链精耕及人员管控，所孕育的行业领先基础规模及供应链管理效率才是其强壁垒所在。以盒马为例，相比之下，正是由于采购规模较少，在物流、供应链上积累不足，且费用端压力更大，因而选品、采购等都相对受限，最终体现为单品价格更高（客单价高于传统商超）、种类相对较少、对应客户群主要为中高端消费者（占比超过 80%）。生鲜产业链衍变趋势明晰——一切向流通成本更低的方向变化；产业链每一层级的横向整合以及层级间的渠道融合缩减是必然趋势，纵向整合极有可能是自下而上；而永辉真正要完成的，或许是基于现有规模及供应链不断整合迭代，降低上游流通成本、让利终端，最终大小店结合、抢夺高市占率。这是一个蛋糕加宽、同时加厚的动态过程。据国家统计局、Wind 数据及公司公告，2018 年中美社零总额已近乎相当，参照沃尔玛、好市多同期折合人民币 2.2、0.7 万亿元本土收入（约 50%、15% 市占率）、家家悦大小店结合于烟威地区 60% 以上的市占率以及国内生鲜渠道融合缩减所带来市场增量，空间或为万亿级。

5. 投资建议

2018 年，国内生鲜市场规模达 5.31 万亿元。市场空间的广阔加之其品类本身高频高复购率的引流价值使得玩家纷纷入局，渠道快速更迭，却也因难以运营痛点多多。基于一斤苹果看国内生鲜终端价格构成：在在品牌价值极弱条件下，消费者却要 1.7 倍于生产端价格的流通成本买单，且包含渠道利润、损耗在内的可变成本占据不小部分；高额流通成本既反映了国内生鲜产业链痛点的存在，同时也加剧了其痛点的形成（如销地价格上涨及产地菜贱伤农同时存在）。基于如此，生鲜产业链渠道衍变之路明晰——一切向流通成本更低的方向：上游规模化、集约化，下游标准化集中，并在国内独有数字化背景下推动渠道融合缩减，纵向整合极有可能是自下而上，参考国内外数据，大概率将有万亿级企业产生；而永辉超市所要完成的，或许是基于现有规模及供应链不断整合迭代，降低上游流通成本、让利终端，最终大小店结合、抢夺高市占率的过程。对于未来的不确定，我们不做确定性的判断，但目前来看，永辉相对于产业链绝大部分玩家无疑都更具优势。**据此推荐：1) 永辉超市，业绩稳健、逐季向好，且现有条件仍具备长期预期差；2) 家家悦，基于相同道理认可山东省内扩张，营收 4-6 倍弹性，2019 年业绩增速相对稳健；3) 中百集团，永辉拟发起要约收购，区域龙头提效，网点价值待重估；4) 红旗连锁，毛利率趋势上行，生鲜、堂食双管齐下，网点价值改善潜力大。**

表 10: 行业估值比较

代码	证券简称	收盘价	总市值 (万元/ 港币/美元)	每股收益 (元/股)			TTM	PE		PS (TTM)
				2018	2019E	2020E		2019E	2020E	
601933.SH	永辉超市	9.87	9,446,046	0.15	0.26	0.32	48	38	31	1.28
6808.HK	高鑫零售	7.07	6,744,571	0.27	0.27	0.27	22	26	26	0.59
603708.SH	家家悦	20.78	1,264,255	0.92	0.95	1.09	28	22	19	0.95
002251.SZ	步步高	7.91	683,348	0.18	0.22	0.25	49	36	32	0.37
002264.SZ	新华都	5.98	413,842	0.03	0.02	0.04	264	299	150	0.62
002697.SZ	红旗连锁	6.05	822,800	0.24	0.29	0.40	22	21	15	1.13
601116.SH	三江购物	14.35	785,919	0.24	0.21	0.22	68	68	65	1.89
000759.SZ	中百集团	7.13	485,568	0.63	0.19	0.26	12	38	27	0.32
002336.SZ	人人乐	5.15	226,600	-0.89	--	--	-	--	--	0.28
WMT.N	沃尔玛	109.07	31,136,454	2.28	4.73	4.98	45	22	20	0.55
COST.O	好市多	260.15	11,441,116	7.15	7.98	8.50	31	33	31	0.70
	最高值						264	299	150	1.9
	中位值						38	37	29	0.6

资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 注: 图中为 2019 年 6 月 15 日数据

6. 风险提示

- 1) 农贸市场标准化、数字化改造超预期; 2) 物业非市场化竞争; 3) 龙头公司扩张资金效率问题。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034