

# 生活服务中心重构超市，产业航母矩阵雏形初现

2019年09月05日

看好 / 维持

商贸零售 | 行业报告

## ——商贸零售深度系列研究（二）：超市行业

研究员	刘畅	电话：010-66554032	邮箱：liuchang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
研究助理	赵莹	电话：010-66555446	邮箱：zhaoying_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480118120009

### 投资摘要：

行业经历四次变革，需求推动行业迈入转型时期。从计划经济时代的国营菜市和供销社、改革开放后的农贸市场和专营品类杂货店模式到90年代外资推动下的大卖场、超市业态发展，超市行业作为生活必须品的终端零售渠道，已经历三次变革。我们认为，行业发展始终围绕消费者生活诉求进行渠道和业态的调整。当前处于向第四时期迈进的变革时期，行业纷纷构建无人店、O2O等新业态、新模式，以满足消费升级中的生活服务需求。

- ◆ **供需双轮驱动，行业变革势如破竹。** 历史变革中，不论是80年代前杂货铺和国营菜市，或是当前的超市和农贸市场，都是消费者采购果蔬、零食、日用品的终端消费场景。零售市场，是商品供应链最后一环，连接人与货的最终环节，帮助消费者找到商品，完成商品的分销。基于以上人和产品的细分，我们以需求为轴、产品为点，重新构建出满足高频刚需，且效率和性价比为消费者首要考虑因素的场景——生活服务中心。
- ◆ **构建全渠道市场空间，多元渠道协作加持生活服务中心航母。** 目前我国社区店数量少，区域、次区域店数量多，业态发展不均衡。社区店市场广阔，行业布局不匹配需求。以消费者需求为导向，利用“品牌+渠道”优势，生活服务中心进行线下多元布局、线上与线下联动填补市场空白，构建全渠道百姓生活服务中心航母业态矩阵。
- ◆ **供应链是海洋，承载生活服务中心航母前行。** 龙头企业率先进入供应链3.0中台系统发展阶段，搭建数字化中台系统助力生活服务中心业态重塑。前台的业务通过中台高效、灵活分析处理，在后台形成清晰的经营逻辑和管理体系，传输到前台业务处，完善产品和服务架构，与顾客需求实现深度融合，优化业态结构和业态矩阵布局。

### 投资建议：

- ◆ **永辉超市：**公司市占率第四（4.2%），深耕生鲜领域18年，生鲜收入占比保持在44%以上，以生鲜业务构筑的公司护城河。公司顺应行业发展趋势，预计在mini店的快速发展下，将拓展行业渠道规模，完成多层次业态布局。
- ◆ **高新零售：**公司市占率第一（8.3%），深耕大卖场业态多年，是业内龙头企业。在品牌、门店及运营上具有独特优势，经过门店整合与新零售赋能，转型红利即将释放。
- ◆ **红旗连锁：**公司是以成都为中心辐射川内各线城市的四川省便利店龙头企业。通过与永辉战略合作，公司优化生鲜业务管理经营，生鲜直采叠加供应链优化改善公司综合毛利率。
- ◆ **三江购物：**公司计划三年内将公司从传统的社区平价超市转型升级为新零售模式的社区生鲜超市。同时通过与阿里战略合作，提升物流体系和管理经验，降低成本助力营收增长。

**风险提示：**行业变革不及预期、居民消费承压。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
永辉超市	0.15	0.24	0.30	0.41	50.88	38.78	30.97	22.43	3.89	强烈推荐
高鑫零售	0.27	0.32	0.35	0.38	25.77	24.01	22.05	20.23	4.83	推荐
红旗连锁	0.24	0.30	0.35	0.41	21.62	22.06	18.63	15.87	3.31	推荐
三江购物	0.20	0.22	0.24	0.26	52.85	63.83	59.75	55.66	2.50	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 随生活方式改变而变迁，超市行业处于破旧立新的新时期</b>	<b>5</b>
1.1 行业向第四阶段转型，始终以消费者生活便利为中心	5
1.2 超市发展近二十年，仍处于分散竞争状态	6
1.3 规模化是行业发展方向	7
1.3.1 规模化发展是行业必然趋势，也是超市提高盈利能力的最有效途径	7
1.3.2 复盘美国超市行业发展路径，规模化推动公司盈利能力提升	8
1.3.3 规模化将摊本降费，盈利能力伴随规模化同步提升	9
1.4 我国超市行业处于规模化进程中	10
<b>2. 需求重塑产品场景：下一站，生活服务中心</b>	<b>11</b>
2.1 多重因素导致超市规模化发展受制约	11
2.1.1 消费者需求升级，业态复制可行性降低	11
2.1.2 配套设施成本高，资金压力制约规模化	12
2.1.3 电商冲击传统商超，用户粘性降低	13
2.2 消费时钟第四象限：生活服务中心	14
2.2.1 行业处于消费时钟第三维度尾声，行业变革已在酝酿	14
2.2.2 下一阶段，生活服务中心	14
2.2.3 生活服务中心 VS 大卖场、超市	16
2.3 技术进步、观念升级双面夹击下，转型滞后的超市迎来蜕变	17
2.3.1 技术：技术进步助力精准定位	17
2.3.2 观念：享受型消费需求提升为渠道奠定无限市场	18
2.4 “产品+服务”组合提升生活服务中心顾客粘性	19
2.4.1 生鲜构筑行业壁垒	19
2.4.2 超市在采购、储存、运输和销售方面具备生鲜优势	19
2.4.3 对标日本，产品服务与居民需求的极致融合	22
<b>3. 构建全渠道市场空间，多元协作加持生活服务中心航母</b>	<b>23</b>
3.1 基于需求和地域对生活服务中心分层	23
3.2 业态结构不完善，与需求不匹配	24
3.2.1 我国次区域超市占比高，业态结构不完善	24
3.2.2 社区超市市场空间大，外资退出，区域超市发展时机已至	25
3.3 完善全渠道市场空间，多元渠道协作，打造生活服务中心航母	26
3.3.1 业态协作构筑零售航母模型，助力企业市场份额提升	26
3.3.2 利用“品牌+渠道”优势，生活服务中心降维发展社区店，完善全渠道市场	27
3.3.3 多元业态协作、“到家到店”相融合，共同打造生活服务中心航母	28
<b>4. 消费升级时代，供应链运输超市生命源泉</b>	<b>29</b>
4.1 产品流通环节冗杂，周转水平决定盈利能力	29
4.1.1 地大物博，产品跨区域调配	29
4.1.2 超市存货质保期短，周转水平影响企业盈利水平	30
4.1.3 规模化采购机遇与挑战并存	31

4.2 信息化推动供应链进入 3.0 中台系统阶段，内部协同加强.....	32
4.2.1 消费升级驱动供应链基础设施不断完善.....	33
4.2.2 龙头企业率先进入供应链 3.0 中台系统.....	34
4.2.3 超市第四次变革推动供应链地位再升级.....	34
4.3 消费时钟循环，供应链 4.0 平台化发展.....	35
4.3.1 平台化打通上下游，供应链内外联动.....	35
4.3.2 消费时钟指向产品无差别，供应链平台化助力自有品牌建设.....	36
4.3.3 新零售，即“消费者为核心、供应链为护城河”的时代.....	38
<b>5. 推荐标的.....</b>	<b>39</b>
5.1 永辉超市.....	39
5.2 高鑫零售.....	39
5.3 红旗连锁.....	40
5.4 三江购物.....	40
<b>6. 风险提示.....</b>	<b>40</b>

## 表格目录

表 1: 行业正处于向第四阶段转型期间.....	5
表 2: 美国超市行业变迁.....	8
表 3: 龙头企业市场集中度稳步提高.....	11
表 4: 生活服务中心 VS 传统超市、大卖场.....	17
表 5: 2018 年不同业态超市坪效对比.....	27
表 6: 供应链四个阶段.....	36
表 7: 自有品牌发展.....	38

## 插图目录

图 1: 我国 CR5 集中度低，市场竞争格局分散.....	6
图 2: 我国超市行业 CR5 集中度仍有提升空间.....	6
图 3: 地域龙头企业分布.....	7
图 4: 美国超市行业毛利率.....	9
图 5: 美国超市行业线上线下融合.....	9
图 6: 回归结果拟合图.....	10
图 7: 龙头企业 CR10 市占率变动.....	11
图 8: 龙头企业收入及增速.....	11
图 9: 2015-2018 各超市固定资产投资金额（千万）.....	12
图 10: 我国近十年人均工资及增长率（元）.....	12
图 11: 2010-2018 各城市商铺租金水平（元/日/平米）.....	13
图 12: 2017 年消费者通过平台购买商品的原因.....	13

图 13: 2012-2017 快消品城镇零售渠道销售额占比.....	13
图 14: 消费时钟即将开启第四阶段.....	14
图 15: 过去的场-货-人与现在的人-货-场.....	14
图 16: 依照消费者需求细分构建生活服务中心.....	16
图 17: 三维升级，突破瓶颈从 0 到无穷大.....	17
图 18: 我国城镇居民家庭人均可支配收入增长.....	18
图 19: 我国人口结构抽样数.....	18
图 20: 生鲜消费频次分布.....	19
图 21: 中国消费者购买生鲜的平均频次.....	19
图 22: 中国生鲜食品零售额及同比增长.....	20
图 23: 我国生鲜市场交易规模.....	20
图 24: 农产品市场数量、摊位数以及营业面积增速.....	21
图 25: 生鲜领域市场份额占比.....	21
图 26: 生鲜电商不具备规模效应.....	21
图 27: 上市公司生鲜产品销售比重.....	21
图 28: 盒马生鲜、COSTCO 为消费者提供生活服务.....	23
图 29: 生活服务中心按需求和区域划分.....	24
图 30: 次区域超市占比高，社区店、区域超市占比少.....	24
图 31: 社区生鲜品牌门店规模状况.....	25
图 32: 我国社区生鲜门店面积状况.....	25
图 33: 生活服务中心按需求和区域划分.....	27
图 34: 各区域业态协同打造生活服务中心航母.....	29
图 35: 中国国内产品产区分布.....	30
图 36: 全球产品进入国内市场.....	30
图 37: 永辉超市生鲜及食品项占达 90%以上.....	30
图 38: 家家悦生鲜及食品项占达 85%以上.....	30
图 39: 永辉存货周转率和企业盈利有明显相关性.....	31
图 40: 家家悦存货周转率和盈利有明显相关性.....	31
图 41: 自采模式物流节点少.....	31
图 42: 经销商模式趋于扁平化.....	32
图 43: 我国冷链物流市场规模高速增长.....	33
图 44: 我国冷链运输车数量稳步增长.....	33
图 45: 全国冷链需求热度分布&全国冷链供给热度分布.....	33
图 46: 生活服务中心数据中台系统设计.....	35
图 47: ODM、C2M 与传统 B2C 模式对比.....	36
图 48: 永辉超市自有品牌与盒马鲜生日日鲜.....	37
图 49: 中国与发达国家平均冷藏运输率的比较.....	38
图 50: 中国与发达国家细分品类冷链流通率的比较.....	38

## 1. 随生活方式改变而变迁，超市行业处于破旧立新的新时期

### 1.1 行业向第四阶段转型，始终以消费者生活便利为中心

行业经历四次变革，需求推动行业迈入转型。从计划经济时代的国营菜市和供销社、改革开放后的农贸市场和专营品类杂货店模式到 90 年代外资推动下的大卖场、超市业态发展，在各阶段超市行业作为必须生活品的最终销售渠道已经历三次变革。我们认为，行业始终围绕消费者生活诉求进行渠道和业态的调整。当前处于向第四时期迈进的变革时期，行业纷纷构建无人店、O2O 等新业态、新模式，以满足消费升级中的生活服务需求。

表 1: 行业正处于向第四阶段转型期间

	1978 年以前	1978-1995 年	1995-2017 年	2017-2030 年
发展特点	计划经济体制下，供销社和国营菜市场是必需品的流通渠道。由于物资匮乏，居民没有机会自主选择商品，供给决定产品流通方式。	改革开放后，我国零售渠道向民营资本开放。在生产效率和收入的提升下，丰富的产品供给推动消费者需求多样化，商品流通向自选方式转变。	行业对外开放，管理模式先进、品种丰富的外资卖场和超市成为生活必须品的主流渠道，各品牌快速扩张门店，抢占优势商业区位。同时，内资主导的电商发展壮大，主导线上商品流通。	消费者需求转变为质量型、享受型，购物的品质和体验成为重点。原卖场模式落后，行业以提升供应链为基础，打造产品服务矩阵和业态矩阵，构建生活服务中心航母。
驱动因素	政策限制，物资贫乏，供给决定流通	改革开放、生产效率提升产品供给丰富	外资模式涌入，渠道扩张	业态重塑、渠道矩阵、供应链升级
行业模式	国营菜市、供销社	农贸市场、自选商场	超市、大卖场	生活服务中心

资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **1978 年以前，计划经济时代，国营菜市和供销社是商品流通主要渠道。**在计划经济体制下，供销社与国营菜市实行货源分配制，来满足百姓基本生活需求。但由于生产力低、产品供给匮乏、商品同质化，导致供销社不能自主选择产品，百姓需求得不到充分满足。这一阶段，产品供不应求，产品流通由供给主导，需求被压抑。
- ◆ **1978-1995 年，民营资本主导流通渠道，农贸市场、自选商场主要流通方式。**改革开放初期，国家放开了蔬菜、水果、肉类及水产品等生鲜农产品的购销，农贸市场基本取代国营菜场。与此同时，粮油商店、副食品商店、纺织商店、医药商店、日用杂货店等专营自选商场作为日用品主要供给业态。在此时期，生产效率提升、居民收入增长，消费者需求爆发，终端渠道是以消费目的的专营方式设立。
- ◆ **1995-2017 年，外资带领大卖场、标超模式主导线下渠道，本土互联网电商模式开辟线上零售方向。**90 年代初零售行业对外开放，大卖场、超市作为舶来品从海外引入，外资超市如家乐福（1995）、沃尔玛（1996）、麦德龙（1996）等品牌先后进入流通渠道。叠加 2002 年“农改超”政策推动，大卖场、超市模式凭借丰富 SKU、物美价廉的特点成为消费者的重要采购渠道。而内资主导国产互联网电商发

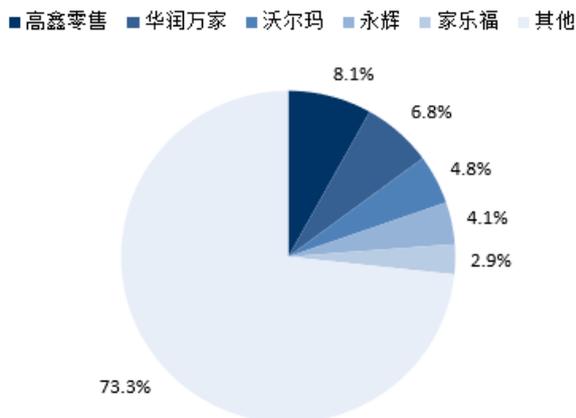
展壮大。产品种类丰富、方便快捷的电商模式进入快消品流通市场，原卖场、超市运营模式转型迟滞，传统大卖场、标超市场份额受到挤压。行业发展乏力，行业增速从 2011 年 9.7% 下降至 2016 年 1.2%，行业开启转型新阶段。

- ◆ 2017-2030 年，在消费升级趋势下，百姓生活服务中心成为行业发展新模式。当前我国人均可支配收入保持 8% 以上增速，高增长带动消费质量和结构升级。消费需求变化导致作为舶来品的大卖场、超市逐渐失去生命力。未来行业将以消费需求为导向、以本土消费场景为方向探索属于自己的新业态路径。当前行业处于探索阶段，消费需求转变倒逼行业探索新业态、新模型，无人店、O2O 等新模式相继迭代。展望未来，我们看好行业长期发展，一方面，在三维升级理论下，供应链、数字化技术发展为行业长期发展奠定基础；另一方面，生活产品的高频、刚需消费特征以及生鲜和低温储藏产品的流通对线下渠道的依赖构筑行业护城河。未来行业发展方向为，通过打造产品服务矩阵重塑满足消费者必须品的生活服务中心；并以供应链提升为手段，完善消费全场景、全渠道业态矩阵，搭建“点线面”的航母构架，构建“生活服务中心航母”。我们认为，超市行业有望在未来十年内完成渠道重塑。超市行业即将“围绕消费者的业态重塑、构筑供应链护城河”为出发点全面开始零售的新变革——新零售。

## 1.2 超市发展近二十年，仍处于分散竞争状态

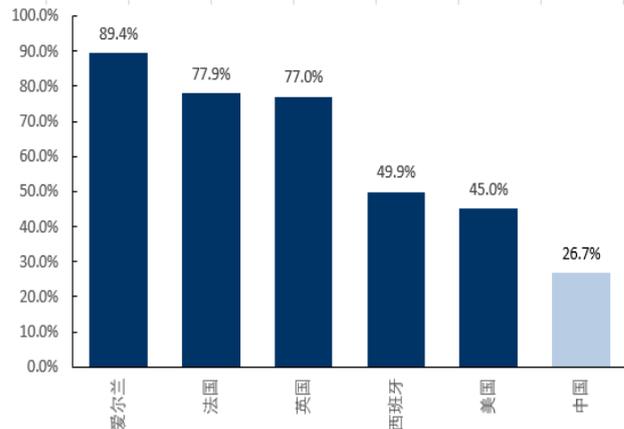
我国超市卖场集中度低，CR5 市场集中度较成熟市场有较大差距。据凯度咨询 2019 年 5 月数据显示，我国超市行业 CR5 为 26.7%，目前形成高鑫零售、华润万家、沃尔玛、永辉、家乐福 5 大 CR5 企业。对比世界成熟市场，超市行业具有较强的规模优势，高集中度为行业发展最终格局。对标海外成熟市场，爱尔兰、法国、英国等国家均出现高度集中的发展格局，CR5 最高达 89.4%。此外，细分业态中美国大卖场 CR3 为 99%，其中沃尔玛以 84.9% 占据大卖场最高市场份额。我国超市行业发展时间短，从 1980 年国营菜场兴起至今，与美国等发达国家有 50 年的发展差距，市场竞争格局分散，行业集中度具有较高提升空间。

图 1：我国 CR5 集中度低，市场竞争格局分散



资料来源：KANTAR，东兴证券研究所

图 2：我国超市行业 CR5 集中度仍有提升空间



资料来源：KANTAR，EUROMONITOR，东兴证券研究所

行业呈现区域化特征，竞争格局分散。我国区域性龙头超市较多，各省均有本地的超市品牌企业。全国性超市品牌较少，并且以高鑫零售、沃尔玛、家乐福、永辉超市等为代表的全国超市品牌市占率仍处于

较低区间。全国性超市品牌市场布局不均衡，未来门店广度、深度仍有较广阔的扩张空间。高鑫零售立足于上海、浙江、江苏三地，向全国市场扩张；沃尔玛门店定位高线城市，集中分布于广东、四川、浙江、福建地区，覆盖全国约 160 个城市；家乐福门店分布主要在中高线城市，覆盖 22 个省份和 51 个城市，在上海、江苏、北京、广东、四川具有明显优势，单体商业占地面积规模达 10000 平方米以上、集中在商圈周围，具有较高的地产价值；永辉市场份额主要集中在福建大区（福建、广东、江西）、华西大区（川渝、云贵、陕西、湖北）和华东大区（浙江、上海、江苏）。目前，我国超市行业呈现区域性布局特征，竞争较为分散，全市场覆盖空间广阔。

图 3：地域龙头企业分布



资料来源：东兴证券研究所

### 1.3 规模化是行业发展方向

#### 1.3.1 规模化发展是行业必然趋势，也是超市提高盈利能力的最有效途径

我们从财务角度和公司品牌建设角度分析，规模化是行业发展必然趋势，也是超市提高盈利能力的最有效途径。

- ◆ **收入端：**作为高周转、低毛利的生鲜及日用百货的零售渠道，消费者“物美价廉”的需求导致行业下游溢价空间较弱；同时，我国超市行业目前为集中度低、区域性分布的行业格局，分散竞争下，行业竞争激烈贸然提价将导致失去客流。超市难以通过提价来提高营收，规模化是提高营收、提升集中度最有效途径之一。
- ◆ **成本端：**商品流通环节冗长，区域经销商、批发商层层加价，小批量采购议价能力弱。目前，传统生

鲜产品从生产至终端零售的加价率约为 45%，食品饮料等快消食品出厂价格至终端零售价格差距接近 100%，超市向上游议价幅度大。企业议价能力决定行业上游采购成本，但由于小规模企业销售额与客流量规模小，对上游企业话语权弱难以降低采购成本。超市规模化经营下，产品分销能力强，大批量规模化采购可有效增强超市对上游采购、生产商的定价话语权，降低采购成本，提升盈利空间。

- ◆ **费用端：**消费升级驱动流通渠道基础设施升级换代，仓储物流、数字化系统投资经营投资、期间运营费用随之扩大。规模化发展为提供基础设施建设资金保障、摊薄经营费用重要方式。
- ◆ **品牌端：**从企业长期发展方向看当超市实现规模化发展，进行跨区域布局时，可以覆盖更广阔的顾客群体、产生更良好的市场形象。全国超市品牌高鑫零售、永辉超市，通过规模化发展、广泛布店，规模化发展提升门店消费者覆盖范围并增加了品牌的认可度。企业通过规模化拥有了更大潜力的市场，更强的聚客能力。

### 1.3.2 复盘美国超市行业发展路径，规模化推动公司盈利能力提升

美国建立起超市行业最早的雏形，至今已穿越四个阶段。行业通过连锁经营、展店、并购整合，行业集中度不断提升，伴随业规模化发展的公司盈利能力随之提高。

表 2: 美国超市行业变迁

	1930 年以前 模式探索	1930s-1970s 业态确立&快速扩张	1970s-2009s 新业态涌现&行业整合	2010s—至今 线下渠道价值凸显
阶段特点	采用大型连锁店铺的经营模式，开始建立供应链和仓储运输。连锁模式下规模效应凸显，摆脱中间商后，公司毛利提升，同时产品具有价格优势。	超市内商品以品牌商品为主、经营面积大，“大体量”超市业态飞速发展。超市门店数量、销售额飞速提升，超市成主要零售渠道。	大型全品类超市、仓储会员超市、折扣超市以及生鲜精品超市等超市细分业态诞生。行业整合加剧，规模化发展推动盈利能力提升。	服务性、便捷度高社区商超地快速发展，同时实体店建立线上平台。但线下渠道仍是商品流通重要渠道。随着电商增速的放缓，线下渠道价值凸显。
行业模式	从个体杂货铺、专营店到连锁模式转变。	超市正式成立，以品牌商品为主、经营面积大。	细分业态诞生	线上线下打通
变革原因	个体商销售规模小对中间供应商议价能力差，产品供给、价格取决于中间商	经济飞速发展，汽车冰箱普及、城镇化加速，消费需求和生活习惯变化。	美国经济增速换挡，滞涨与次贷危机影响国内居民消费水平	互联网技术飞速发展，千禧一代成为消费主力，消费需求进一步升级
集中度/ 行业规模	CR5 为 28.8%	占日杂商品流通份额 66.7%	CR4 为 38%	CR5 为 45%

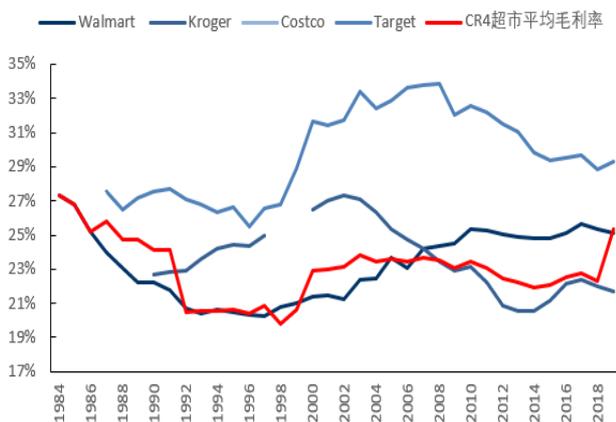
资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **模式探索（1930 年以前）：**由于杂货铺、专营店个体商销售规模小对中间供应商议价能力差，产品供给、价格没有话语空间，经营盈利水平，产品市场价格高。A&P 探索连锁模店铺经营模式代替传统个体杂货铺、专营店，初步建立供应链、仓储体系连锁经营模式。规模化优势凸显，价格优势加速扩张，

同时带动行业集中度上升至 28.8%。

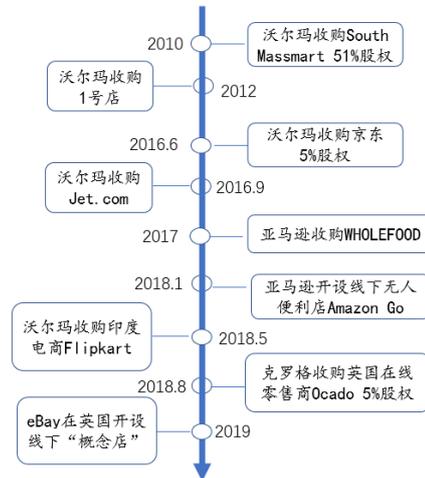
- ◆ **业态确立&快速扩张 (1930s-1970s)** : Kroger 建立第一家超市，与第一阶段的连锁店铺不同，该时期业态以品牌商品为主、经营面积大。经济飞速发展，汽车冰箱普及、城镇化加速推动“大体量”超市业态的快速发展。到 1977 年，美国超市数量、销售额分别达到 30831 家、1131 亿美元，1939-1977 年 CAGR 分别为 7.9%、14%。在此阶段，超市占日杂商品流通的比重增加 63.5%，超市业态数量占比增加 16.8%，行业呈规模化飞速发展趋势。
- ◆ **新兴业态&行业整合 (1980s-2009s)** : 美国经济增速换挡，超市行业增速放缓下新兴业态涌现：大型全品类超市、仓储会员超市、折扣超市以及生鲜精品超市等超市细分业态诞生。同时，行业兼并收购频频，沃尔玛等龙头企业加速收购国内外超市企业，规模发展下行业盈利能力提升，行业集中度 CR4 达 38%，行业平均毛利率达 20%以上。
- ◆ **线下渠道价值凸显 (2009 至今)** : 线下门店占据产品流通主要份额，电商加速对线下门店控制。2011 年起，沃尔玛加速开设社区超市。2015 年社区超市门店数量达 642 家，2011-2015 年 CAGR 为 35.6%。虽然电商挤压了超市部分产品市场份额，但是线下渠道仍是商品流通重要渠道，占据约 90% 的市场份额。实体超市建立线上平台，开设线上订单线下取货、配送的方式。同时随着电商增速的放缓，线下渠道价值凸显。美国线上巨头 Amazon 收购 WHOLEFOOD 等线下实体商超、开设线下无人便利店 Amazon Go，完善线上线下渠道体系。

图 4：美国超市行业毛利率



资料来源：BLOOMBERG，东兴证券研究所

图 5：美国超市行业线上线下融合



资料来源：东兴证券研究所

中美两国市场虽有不同，但是超市行业发展路径亦有共通之处。行业发展必然经历探索-规模化-业态更迭-规模化的循环迭代。通过业态的不断更迭是突破规模化行业瓶颈的必然选择，海外成熟市场龙头零售商的发展模式为我国超市的发展提供了借鉴。

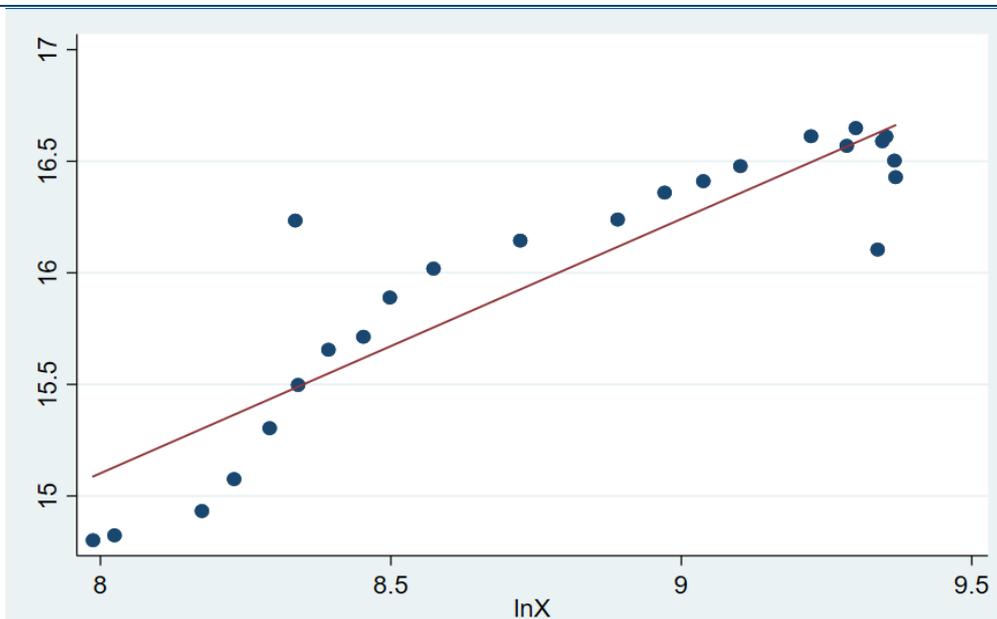
### 1.3.3 规模化将摊本降费，盈利能力伴随规模化同步提升

规模化发展是超市盈利能力提升的最有效途径。超市进行规模化发展后，由于在一定地区范围内的门店可共用一个物流中心，在物流中心非全负荷运行时，在同一地区增加门店数量可以摊薄物流中心运行成本，产生规模经济效应。在超市难以通过提价来增加盈利的情况下，规模化带来的成本降低会反应在盈

利上，助力企业提高营收。

为考察超市的扩张是否表现为规模经济，我们选取柯布-道格拉斯生产函数 $Y = \alpha \prod X_i^{\beta_j}$ 作为模型， $Y$ 表示产出， $X_i$ 表示生产要素。此函数意义是若各可生产要素投入的产出弹性之和大于1，则生产是规模经济的。由于超市网点的拓展需匹配固定资本投入与营销人员雇佣，此两者均为生产要素的投入，为了简化模型，可以将生产要素简化为网点数量。由于沃尔玛是美国超市行业市占率排名第一的龙头企业，且采取了规模化战略扩张门店，具有良好代表性，因此选取沃尔玛为研究对象。选取沃尔玛1995-2018年的数据，令 $Y_i$ 表示第*i*年公司净利润， $X_i$ 表示第*i*年公司网点数量，建立模型为 $\ln Y_i = \beta_0 + \beta_1 \ln X_i + \varepsilon$ 。用异方差稳健标准误差法带入样本进行回归，得到模型 $\ln Y_i = 5.99 + 1.14 \ln X_i$ 。回归结果显示，修正拟合优度为80.78%，F检验的p值为0.0000，说明该回归方程高度显著，且拟合优度较好。另外，变量 $\ln X_i$ 的p值为0.000，说明其系数显著，方程可信度较高。由于 $\ln X_i$ 前系数为1.14>1，即沃尔玛的网点数产出弹性大于1，表明沃尔玛存在规模经济，随门店的扩张呈规模报酬递增现象。

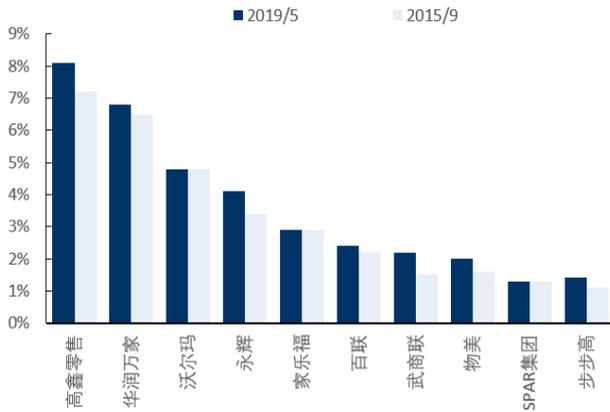
图6：回归结果拟合图



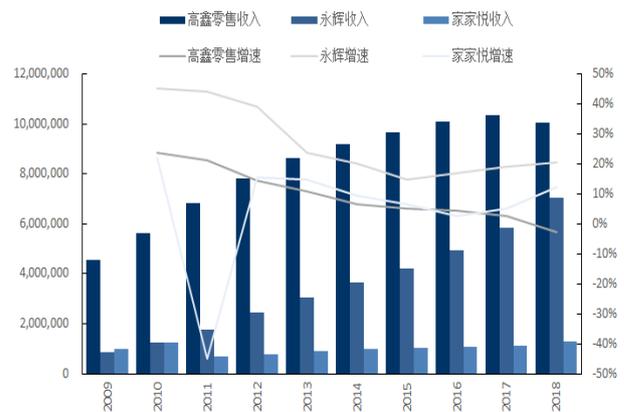
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.4 我国超市行业处于规模化进程中

**展店加速、并购频频，CR5 企业市场份额不断提升。**据凯度咨询2019年3月公布，目前我国CR5为26.7%，相较2015年提升1.9pct。龙头企业中高鑫零售以市场市占率8.1%位居第一，随后华润万家、沃尔玛、永辉、家乐福市占率分别为6.8%、4.8%、4.1%、2.9%。整体看，头部企业高鑫零售、永辉等近5年市场份额不断提升。以永辉为代表的全国性超市通过门店扩张、资本运作，不断扩大在全国市占率。2018年永辉新开门店135家，覆盖24个省和直辖市；同时，永辉通过投资中百集团、红旗连锁等加速跨区域布局，市占率从2015年2.2%上升至2018年4.2%。我们认为，当前超市行业处于变革调整爬升阶段，为国内企业集中度提升带来新机遇。整体来看，展店和资本运作加速行业集中度提升，超市处于规模化发展进程中。

**图 7：龙头企业 CR10 市占率变动**


资料来源：KANTAR, 东兴证券研究所

**图 8：龙头企业收入及增速**


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

**表 3：龙头企业市场集中度稳步提高**

企业	2018 年展店	资本运作
高鑫零售	新开 24 家综合性大卖场，其中 6 家位于华东，4 家位于华北，2 家位于东北，3 家位于华中，4 家位于华西，5 家位于华南。	---
永辉	新开门店 135 家，新签约门店 165 家，超市业态门店共 708 家，实现一至六线城市全覆盖。	投资中百集团（武汉）、闽威实业（福建）19.69% 股权、国联水产（广东）10% 股权、红旗连锁（成都）9% 股权
家家悦	新增门店 85 家，其中威海、烟台地区新开门店 49 家，青岛、济南等山东其他地区新开门店 36 家。	投资福悦祥（河北）67% 股权，维客连锁（山东）部分股权，托管华润万家在山东的 7 家门店
三江购物	门店数量 202 家，新开门店 39 家，涵盖杭州市、宁波市、丹山市和绍兴市	投资安鲜生活（上海）100% 股权
新华都	新开门店 7 家，福建省 6 家，江西省 1 家	投资福建新盒网络科技有限公司 9.5% 股权
步步高	新开门店 40 家，湖南省 26 家，外省 12 家	投资南宁市将相和 100% 股权
华联综超	新开 6 家门店，位于东北、西北和华东	于陕西、贵州、吉林、江苏和北京等地均有股权投资

资料来源：公司年报, 东兴证券研究所

## 2. 需求重塑产品场景：下一站，生活服务中心

### 2.1 多重因素导致超市规模化发展受制约

我国传统超市经营模式，采用美国大卖场方式，以产品进销差价和向品牌商收取后台费用的方式获利。企业单纯依靠集约采购，降低采购成本，仍维持供给为导向发展方式。叠加运营成本的增加、电商平台的冲击，消费者需求无法满足，用户粘性降低，企业规模化发展受到制约。

#### 2.1.1 消费者需求升级，业态复制可行性降低

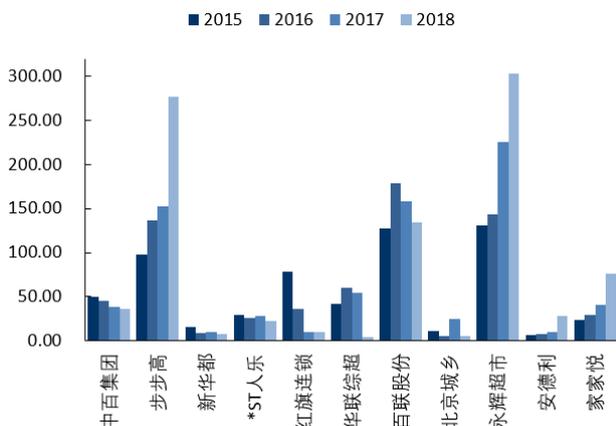
由于消费人口结构和消费诉求转变，现有超市业态难以满足消费者需求。我国超市行业按业态细分可以划分为大卖场、超市、便利店，目前以美国大卖场、超市方式为主。利润来源为区域供应商采购生鲜、食品、日用杂货等快消品以产品进销差价获利，并向品牌商收取进场费、广告费、上架费等后台收入。供应商带来的后台收入使企业“躺着赚钱”，供给驱动模式下企业对消费者需求的转变和供应链建设的重要性反应迟缓，经营模式与需求已经出现严重不符。消费需求从物质需求上升到消费结构、购物体验需求，而原卖场模式在产品结构、消费时间、空间上并未继续延着消费者需求发展。单店盈利模式受到需求升级的挑战，规模化扩张受阻。

### 2.1.2 配套设施成本高，资金压力制约规模化

**供应链建设是把双刃剑。**中后台系统建设是规模化发展的重要基础；但同时，中后台成本资金花费大、显效期长成为制约规模化的重要因素。超市产品 SKU 高，即使一家面积在几十平米的小型超市 SKU 也达到 500 个，相较于其他行业餐饮、烟酒连锁等等门店面积的 SKU 仅为几十到一百个。产品种类丰富导致超市上游对接的产品供应商、直采基地数量多，因此企业必须加强供应链系统，才能保证产品质量、并提升存货周转率。此外，仓储物流服务半径有限，企业扩张时期跨服务半径区域展店的同时供应链物流体系是企业经营重要支柱。而供应链体系后台成本大，门店数量必需达到一定规模才能摊薄运营成本。在超市全国化扩张的初期，由于建设投资巨大、回收期长，高额投资的成本，制约超市的发展。

**租金成本、人工成本持续增长。**经过 1995-2017 年扩张阶段，行业竞争激烈，优质商圈资源稀缺，租金、物业地产价格上升，展店扩张成本加大。截止 2017 年，全国超市数量已达 29881 家。同时，各线城市平均租金水平已从 2010 年的 26.58 元/日/平米上升到了 2018 年的 71.62 元/日/平米。尤其是北上广深一线城市，近十年来租金飞速增长，给超市的门店扩张带来了较高的租金压力。同时，我国人均工资水平保持高增速，2010-2018 年复合增长率高达 11.05%。优质商业地产的稀缺，以及持续上涨的租金、人工成本，使得企业展店成本增加，企业展店节奏放缓。

图 9：2015-2018 各超市固定资产投资金额（千万）

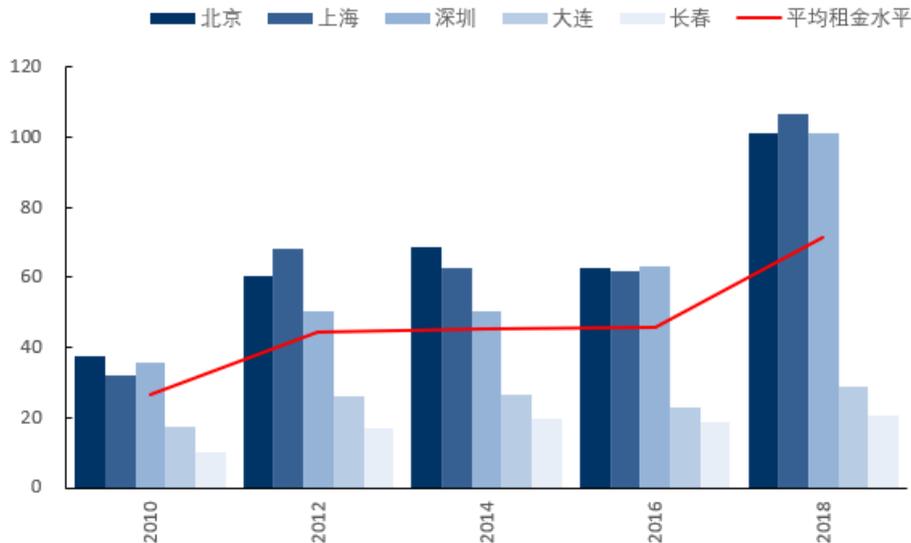


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 10：我国近十年人均工资及增长率（元）



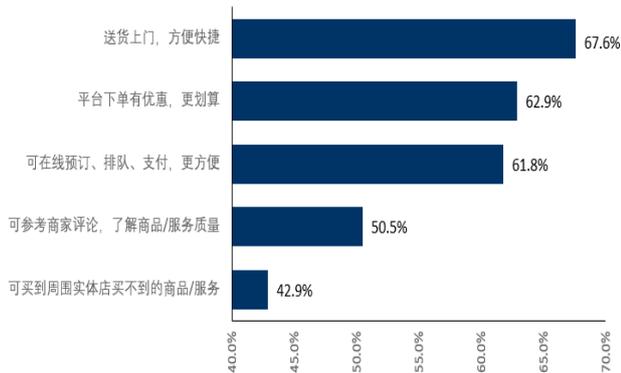
资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图 11：2010-2018 各城市商铺租金水平（元/日/平米）**


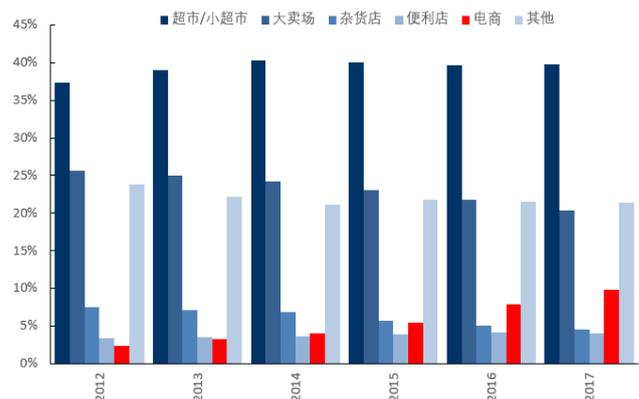
资料来源：WIND，东兴证券研究所

### 2.1.3 电商冲击传统商超，用户粘性降低

**顾客粘性低，电商等新业态冲击超市市场份额。**传统超市以提供生鲜和日用百货产品为重点，产品同质化严重，产品服务差异程度弱，顾客粘性低，往往依靠折扣促销吸引客流。而阿里、京东等电商以低价、全品类、便利性的配送服务涌入，满足消费者产品和多样需求，迅速冲击产品服务单一的超市业态。据凯度消费者调查显示，有 67.6% 的顾客选择电商渠道是由于电商提供送货上门服务，有 62.9% 的顾客选择电商是因为产品优惠，另外电商提供的在线支付、评论功能也构成了其区别于传统线下渠道的独有优势。近五年，传统超市与卖场的市场份额受电商侵蚀明显。在快消品城镇零售渠道，电商销售额占比自 2012 年呈快速上升状态，到 2017 年电商渠道占比 9.8%，2012-2017 年电商渠道销售额复合增长率为 38.9%，而同期卖场和超市渠道销售额复合增长率仅为 6.7%。传统超市经营模式受到冲击，同店收入增长下滑，制约了行业快速扩张。

**图 12：2017 年消费者通过平台购买商品的原因**


资料来源：KANTAR，东兴证券研究所

**图 13：2012-2017 快消品城镇零售渠道销售额占比**


资料来源：贝恩，东兴证券研究所

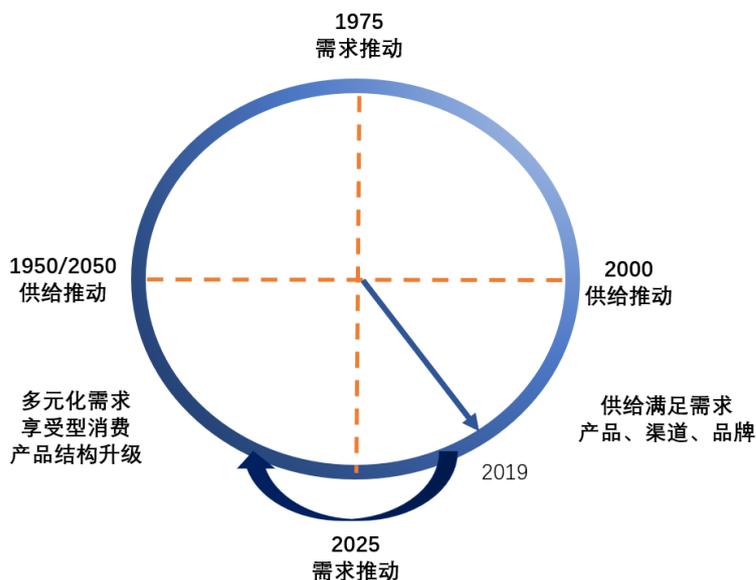
## 2.2 消费时钟第四象限：生活服务中心

以零售行业第一篇报告《商贸零售深度系列研究（一）：零售的模样》消费时钟为指引，我国居民消费正处于消费时钟第三阶段尾声，从供给驱动向需求驱动转变。超市行业作为生活必须品的终端零售渠道，将迎来第四次变革。

### 2.2.1 行业处于消费时钟第三维度尾声，行业变革已在酝酿

消费指针向第四维度旋转，需求为核心驱动业态发展。在消费时钟循环中，消费模式是由供需主导，供需双轮驱动消费模式变革。第三阶段下，科技进步、经济发展使社会供给满足社会需求，超市通过提升产品质量、品牌升级构建行业竞争力。随着时钟旋转，市场转变为差异需求推动的第四阶段。随着 GDP 增速放缓，经济结构转型，居民消费也从量增转为质变。消费者追求的不再是消费品总量的提高，而是质量和结构的改善。这个阶段，消费为需求主导，更加注重多元化需求的满足。满足基本生活需求基础上，享受型消费比重提升，产品质量受到重视，即消费升级。原超市业态难以满足消费升级的新要求，获利的难度大幅度提升。需求改变倒逼超市业态发生变革，以需求驱动行业变革势如破竹。

图 14：消费时钟即将开启第四阶段

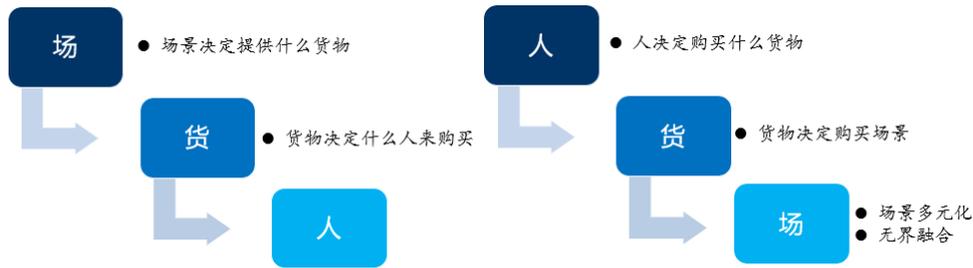


资料来源：东兴证券研究所

### 2.2.2 下一阶段，生活服务中心

“人”的需求，驱动“人-货-场”的重构。消费时钟第四维度指引下，“人”的需求成为推动当下变革的驱动因素。传统零售是“场货人”，即先找店铺，然后进货，再通过传统营销将商品销售给消费者。而当前的新零售就是将行业从“场”出发的“场货人”的思考方式，到“需求”出发的“人货场”转变，换位思考下重新将产品重分类和消费场景重组变新的过程。我们认为，超市作为高频货物的消费场景，与消费者联系最为紧密，最先洞悉到消费产品结构的升级，观念、习惯的变化。由此也成为新零售变革的先驱，未来或将成为，百货、连锁等其他业态革命的指引。

图 15：过去的场-货-人与现在的人-货-场

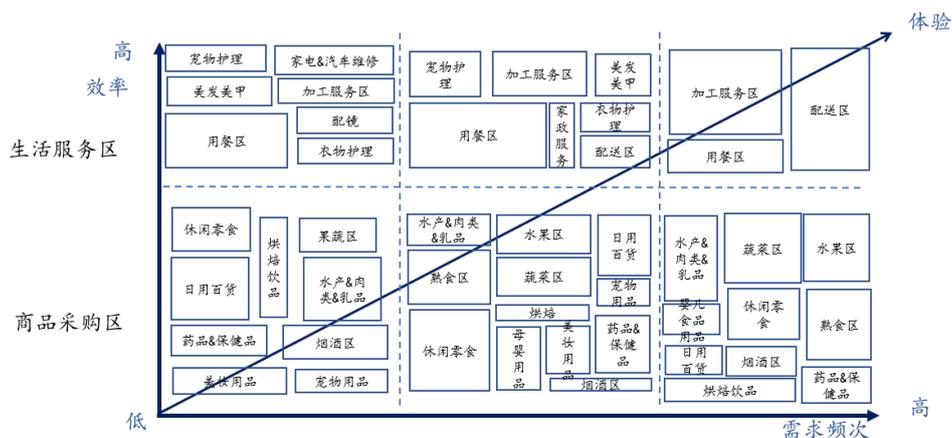


资料来源：东兴证券研究所

新零售模式是人-货-场，即以顾客需求为本，商家无限接近消费者内心需求，满足消费者任何时间、任何地点、任何方式接触商品的需求，大卖场、超市未来将向生活服务中心转型。

- ◆ “人”消费需求来看，基本可分为效率、性价比和体验三个方面。年龄和地域是产生不同消费特征的主要原因。从比如一二线城市的上班族更加注重效率，一线、新一线的中高收入群体看重消费体验，而老年人和三四线人群则会优先考虑性价比。
- ◆ “货”按消费频次的不同可将商品分为日需、周需、月需和年需。以生鲜为例，生鲜为一日三餐必备，质地鲜嫩，易变质的特征，使得消费者倾向于通过日常多次购买来保证产品的新鲜程度，因此生鲜属于高频刚需产品。而生活日用百货等产品购买周期取决于使用周期长短，一般使用周期在1-6个月不等，因此日用百货购买频次相较于生鲜购买频次低。
- ◆ “场”满足效率、性价比需求的高频次的消费场景——生活服务中心。超市行业经历三次变革后，从供给驱动到需求驱动，行业变革势如破竹。历史变革中，不论是80年代前杂货铺、国营菜市，或是当前的超市、农贸市场，都是消费者采购果蔬、零食、日用品的终端消费场景。零售是场，是商品供应链最后一环，连接人与货的中间最终端的环节，帮助消费者找到商品，完成商品的分销。基于以上人和产品的细分，我们以需求为轴、产品为点，重新构建出满足消费需求效率、性价比的中高频次的消费场景——生活服务中心。

图 16：依照消费者需求细分构建生活服务中心



资料来源：东兴证券研究所

### 2.2.3 生活服务中心 VS 大卖场、超市

生活服务中心的本质是满足百姓多元化的中高层次需求，追求性价比、高效率产品服务的消费场景。伴随着供给不断多元化，需求也变得更加多元。消费品质量的提升、多元和享受型消费占比提高，共同促进消费升级。在人民生活水平的提高和技术的不断发展中，传统的零售经营模式日渐衰退。在互联网模式的新零售时代，以人为本，生活服务中心通过大数据研究精准了解顾客需求，将产品与消费场景无限接近消费者内心需求，满足消费者消费时间、消费地点、消费方式接触商品的综合需求。我们认为，生活服务中心是满足人们高频刚需，且效率和性价比为消费者首要考虑因素的场景，将产品和服务，通过生活服务中心搭建产品和消费者中间的桥梁。也就——生活服务中心。

**传统零售方式的没落是必然。**家乐福中国“卖身”苏宁估值仅为 60 亿元。发市场热议。家乐福主营大型综合超市业务于 1995 正式进入中国大陆市场，最早一批在国内开展业务的外资零售企业之一。自 2017 年起，市场不断传出家乐福有意出售中国业务传闻。其实，公司经营下滑早已显现，从 2010 年起家乐福中国收入已出现下滑。2013 年-2018 年，公司以先后合计关闭 40 余家门店。家乐福为代表的传统零售渠道，在面对消费需求升级和电商等新业态冲击时无招架之力。从家乐福在国内经营分析，收入包含前台收入（产品采销价差）外，以及向供应商收取高额入场费等后台费用。供应商支付大量后台费用收入导致公司以供给角度出发。近年来此类海外超市品牌退出中国的不仅此一家，我们认为，家乐福等品牌退出中国市场并不是偶然，而是时代变化中以旧有“供给”推动的零售模式已经严重了远离当前发展的时钟，因此而遭遇淘汰。当前在人口增速放缓、经济结构转型的情形下，躺着赚钱的年代早已远去，洞察消费需求、及时捕捉消费需求，在当前尤为重要。**传统零售无法捕捉消费者需求，未来行业必将向新业态、新模式发展。**

**产品结构与需求匹配是业态重新构建的出发点。**坪效是衡量超市、卖场重要指标，单位面积的营收代表了企业经营活力。生活服务中心是基于年龄和地域划分消费人群后，以消费频次对产品结构进行细分，将具有共性的产品重新排列组合的场景。产品结构和消费需求的匹配是业态建立重要基础。近年来，在

传统大卖场中空调、冰箱等家电销售额情逐年下降。根据以上“人货场”分析，我们认为，大卖场中大型家电销售额下降正式由于大型家电消费者更新速度慢，属于购买频次低的购买需求，与高频次的大卖场消费场景中不匹配所致。“混搭”的产品结构，是传统超市、卖场坪效低的重要因素之一。产品结构与需求匹配是业态重新构建的出发点。

**表 4：生活服务中心 VS 传统超市、大卖场**

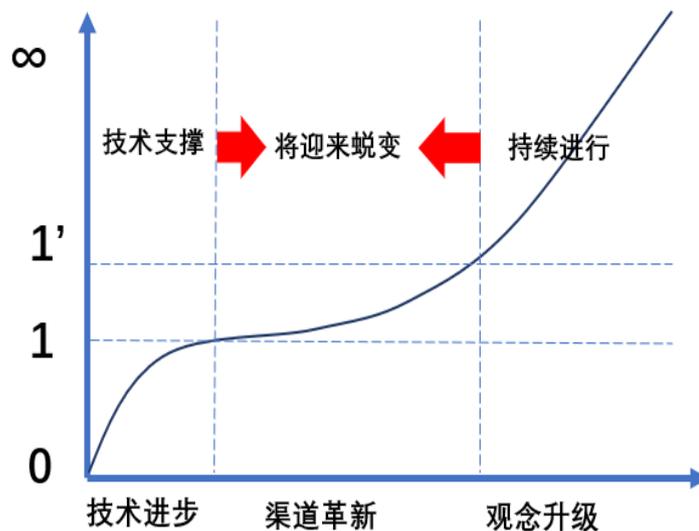
	生活服务中心	传统超市、大卖场
出发点	顾客需求	门店
特征	高效率、性价比的中高频次的消费场景	单店面积大位于人口密集商圈
产品结构	高效率、性价比的中高频次产品	物美价廉产品

资料来源：东兴证券研究所

### 2.3 技术进步、观念升级双面夹击下，转型滞后的超市迎来蜕变

三维升级理论下，观念、技术共同倒逼零售从场地到场景的升级。技术升级，是革命性的，是从0到1的过程，技术革新催生更多需求，增加需求广度。观念，是从1到无穷大(∞)的体现。观念的无限展望，为市场提供更广延伸阔空间。当前技术发展、消费观念升级持续进行，而超市作为中间渠道变革滞后于技术和观念升级，制约了需求的无穷展望，也拖累了行业本身的增长。同时，技术升级为渠道升级提供了可能性，消费升级也为渠道升级提供市场，超市作为终端消费渠道在技术与观念的双面夹击中迎来蜕变。未来零售领域会由于消费升级和技术进步的推动而整合出更多的新理念和新模式。

**图 17：三维升级，突破瓶颈从0到无穷大**



资料来源：东兴证券研究所

#### 2.3.1 技术：技术进步助力精准定位

互联网时代新技术迭代催生新需求。一方面，生产技术的升级使生产突破原有桎梏，催生全新产品种类，如常温酸奶等，发掘了市场空白，为需求提供新去处。另一方面，新技术的出现更新了消费场景。2017年我国O2O市场增速在30%左右，其中O2O配送到家服务的增速高达76%。如淘鲜达对接高鑫零售线下

超市，提供线上下单到家配送服务，2019年上半年高鑫零售实现线上日均订单量700-1000单。同时，企业在供应链、物流、支付等各个方面运用AR/VR、云计算等新技术进行智能管理运营，实现降本增效。科技的发展将与传统零售实现完美融合，新技术的出现为消费者提供了更多消费可能，促进渠道其不断转型发展。

**数字技术的应用零售更加“懂你”所需，零售向精准化和精细化迈进。**在需求驱动消费市场的阶段，信息化技术的应用更加方便产品的提供者明白消费者的需求，甚至可以预判、指引消费者购买行为。消费者在种草-下单-支付-反馈等购物环节的信息都云集到数据中心，数字技术通过不同算法将各环节的消费行为的信息进行分析，形成有效的CRM营销系统。根据得到的消费者画像，进行消费行为预测、分析，指引消费者行为。新零售的核心就是更加懂得消费者，技术进步使得“懂你”变成可能。

### 2.3.2 观念：享受型消费需求提升为渠道奠定无限市场

**可支配收入稳健增长，支撑新消费需求的实现。**近十年，我国城镇居民家庭人均可支配收入持续增长。2018年，城镇居民人均可支配收入已经达到99401元，同比增长达7.8%。收入总量的增加为消费提供了基础，产生更多有购买能力的需求。2018年全年，我国社会消费品零售总额38.1万亿元，同比增长9%，保持平稳较快发展势头。根据马斯洛需求层次理论，当消费者基本生理需求满足之后，对产品质量、食品健康等需求上升，基本的物质性需求将转化为享受层次需求。收入的增长不仅增加需求的广度，也增加了需求的深度。人们在追求更高物质品质的同时更加注重精神需求方面的享受消费。

**消费观念转变，提升对产品质量与购物便捷性的需求。**一方面，消费者对代表健康的高质量产品需求增加。麦肯锡2017中国消费者报告研究显示，由于中国经济的繁荣，重视健康、重视饮食对生活质量的的影响的人在过去几年大幅增加，65%的中国消费者追求更健康的生活方式。产品中的有机、健康概念，受到市场欢迎。据尼尔森统计，近七成的人购买过有机食品，近六成的消费者接受比普通商品贵40%以内的有机产品。另一方面，消费者对购物便利性的重视程度增加。目前“家庭小型化”，“工作生活节奏快”的形态影响了购物偏好，消费者对进距离的便利店消费产生明显偏好，对“净菜”“半成品”的便利产品形式产生更多需求。

图 18：我国城镇居民家庭人均可支配收入增长



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 19：我国人口结构抽样数



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

**人口结构改变，增加近社区消费的需求。**目前我国呈现老龄化的趋势，2018年我国60岁及以上人口占全国总人口的18%。按照联合国《人口老龄化及其社会经济后果》划分标准，一个国家或地区60岁以

上老年人口占人口总数比重达到 10%、20%、30%时，表示这个国家或地区分别进入了轻度、中度和重度老龄化社会。依照标准划分，我国目前为轻度老龄化社会，并呈现向中度老龄化阶段迈进的趋势。近 20 年我国出生率持续下降，同时老年人口不断增加。人口结构的老龄化使市场需求更多以老年人需求为导向。老年人由于出行不便，大多偏好近距离消费，社区消费深受老年人喜爱。

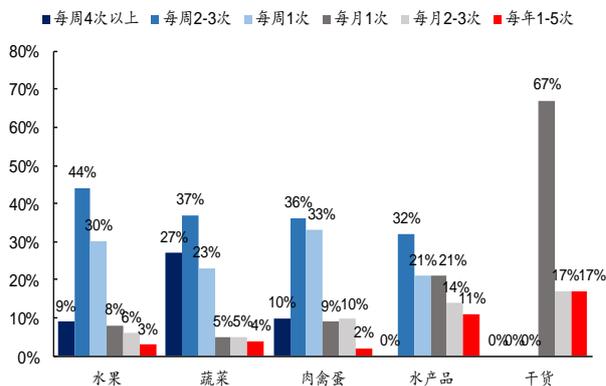
## 2.4 “产品+服务”组合提升生活服务中心顾客粘性

生鲜作为一日三餐必需品，消费频次最高是生活服务中心重要引流产品。并且超市卖场在生鲜采购、储存、运输各个环节的管理上，相较线上渠道更具优势。生鲜产品对线下门店依赖高，生鲜可为行业构建壁垒。在消费升级时代，享受型需求占比提升。从消费者的生活方式出发重新进行商品和服务组合，给予消费者更多创新增值服务，最大限度提升用户的满意度和粘性，改善消费者购物体验，重塑人货场关系。借鉴日本超市的发展经验，解决国内超市服务弊端，增强生活服务中心的消费体验来增加用户粘性。

### 2.4.1 生鲜构筑行业壁垒

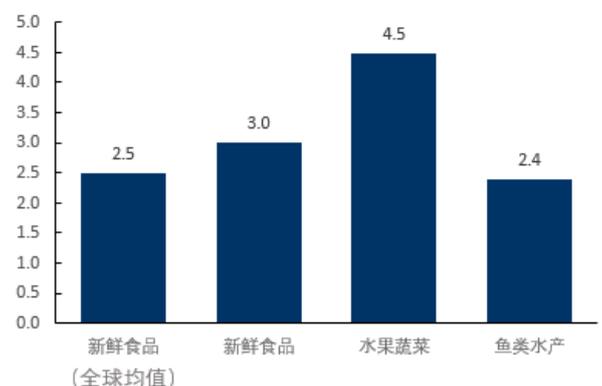
生鲜产品具有刚需、消费频次高的特性，高需求、高损耗的生鲜产品导致高购买频率。高复购情况下，居民看重生鲜消费便捷程度。我国生鲜年交易规模在 1.91 万亿以上，占全国社零总额的 5%。其中，高损耗的蔬菜水果交易占生鲜总交易规模的 55%，肉禽蛋品、水产品、牛奶乳品占比分别为 17%\16%\9%。根据尼尔森公布数据，我国新鲜食品的周购买频次约为 3 次，高于全球平均水平（2.5 次/周）。其中，高损耗的蔬果购买频次最高为每周购买 4.5 次，其次是新鲜食品、水产海鲜购买率为每周 3\2.4 次。同时，生鲜购买频次高，也成为超市重要的引流产品，带动其它高利润的产品销售，增强客流转换能力。在产品上以生鲜构筑壁垒，能够增强超市的核心竞争力，提升超市营收。

图 20：生鲜消费频次分布



资料来源：尼尔森，东兴证券交易所

图 21：中国消费者购买生鲜的平均频次



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

### 2.4.2 超市在采购、储存、运输和销售方面具备生鲜优势

我国生鲜市场规模大，未来仍具备增长空间。目前我国生鲜市场行业有万亿空间，根据易观数据显示，我国生鲜市场从 2013 年以来持续保持 6% 以上增速，2017 年交易规模达 1.91 万亿，同比增长 6.9%。我们认为，未来生鲜市场交易规模将保持 6% 以上增速，仍存在较大增长空间。

相较农贸市场、电商，超市发展生鲜具备天然优势。在生鲜产品结构上，农贸市场采取以摊位经营的销售方式，各摊位产品同质化程度高、差异小，叠加消费者对购物体验要求日益提高，农贸市场的产品与

购物环境难以满足消费者需求，传统农贸市场或将被超市逐渐取代；另一方面，生鲜质地鲜嫩、保质期短，生鲜销售需配合高标准的产品管理体系，农贸市场产品运输中缺乏冷链等配套设备，而长半径的电商生鲜运输成本高、损耗难以控制，传统电商与农贸市场受生鲜质地、产品管理制约，难与超市有效抗衡。

图 22：中国生鲜食品零售额及同比增长



资料来源：Euromonitor，东兴证券交易所

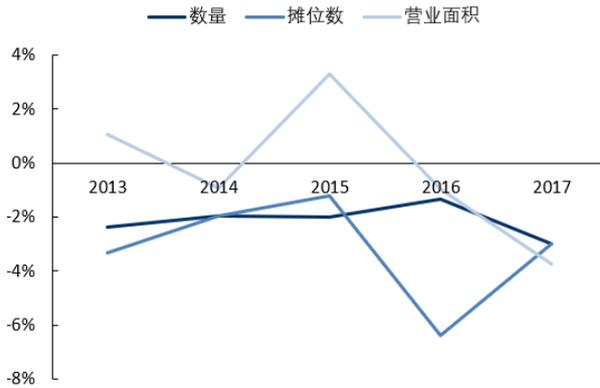
图 23：我国生鲜市场交易规模



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

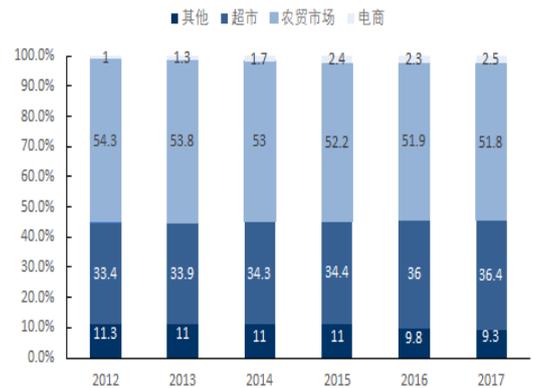
**农贸市场逐渐被替代，释放生鲜渠道空间。**农贸市场是以摊位为单位，每个经营户独立完成进货和供货流程，由于无运营成本和管理费用等，农贸市场生鲜更有价格优势。同时，邻近社区的常客与商贩讨价还价的人情味氛围与长期建立的信赖关系，使得商户能与顾客形成“社交性质”消费体验。此外，由于超市的营业时间较晚，农贸市场尤其受到喜欢早起采购的老年顾客的青睐。然而，农贸市场的经营模式也具备无法规模化、无管理的等弊端。独立货物供应渠道不稳定且不具备规模优势，在渠道商中间过程层层加价后明显比采购价高出很多，产品种类也受地域和个体渠道限制，产品结构单一；农贸市场产品购进果蔬后，没有冷藏物流管理，导致产品质量差异较大，损耗率高，产品质量不能够保障；柜台为围合式摊位，经营户在里，消费者在外，购物环境较为脏乱，购物体验不佳。这些弊病与我国目前消费升级的大环境下格格不入，也使得近几年来农贸市场逐渐衰退。根据尼尔森公布，2012年至2017年，下游终端渠道数据中农贸市场市占率从54.3%下降至51.8%，且营收规模在亿元以上的农贸市场数量、摊位数、营业面积在不断下滑，2013-2017年CAGR分别为-2.67%、-3.97%、-0.38%。而超市渠道占比稳步提升，从2012年33.4%上升至2017年36.4%。我们认为，产品质量可控、购物环境舒适的超市将进一步取代农贸市场交易份额，市场对超市生鲜需求将逐渐提高。

图 24：农产品市场数量、摊位数以及营业面积增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

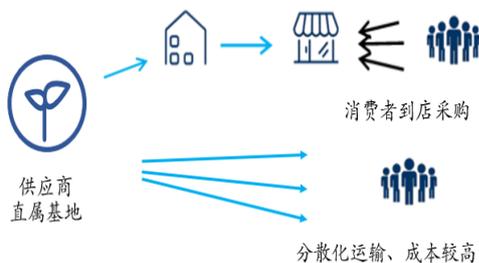
图 25：生鲜领域市场份额占比



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

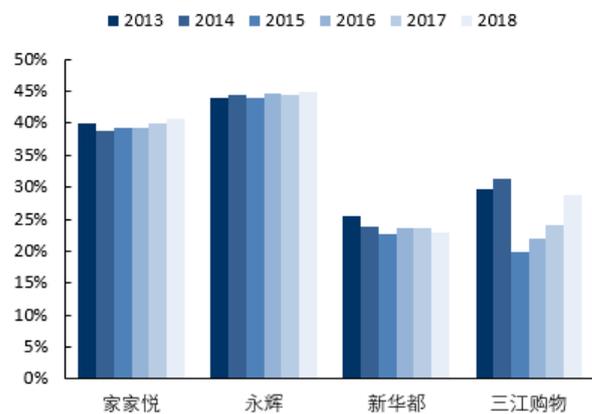
**生鲜运输具有规模效应超市在生鲜产品销售中更具优势。**我国生鲜生产地域较分散，产销地分离决定了农产品长半径的运输距离，同时产品质地鲜嫩，易损坏，对产品供应链管理要求高。生鲜运输是具备规模效应，超市生鲜的销售路径是“农产业基地/供应商→大仓→货架←消费者”，逐级将产品分配到门店，消费者到店消费。而生鲜电商销售路径是“农产业基地/供应商→消费者”，从生产地/供应商直接分散各地消费者，导致物流成本必然更高。同时，长半径的运输中缺乏专业性管理无法保证生鲜的新鲜程度，叠加生鲜冷链物流成本高，上游渠道和下游消费者均难以接受。2013年起线下龙头超市非生鲜品收入增速持续下降，永辉、家家悦增速从23.83%、10.63%分别降至2016年13.91%、2.89%。而生鲜收入同比保持高速增长，2013-2016年永辉生鲜收入复合增速为18.66%。我们认为，由于生鲜易损、高频次消费特征，导致传统生鲜电商难以取代超市生鲜的市场份额。

图 26：生鲜电商不具备规模效应



资料来源：东兴证券研究所

图 27：上市公司生鲜产品销售比重



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**超市优势突出，是未来生鲜行业流通主要渠道。**与快消产品相比，生鲜产品在本质上有显著不同的特征：价格上有明显的季节性变动幅度；保质期短，需要保鲜、冷藏或冷冻，保存条件高；在运输过程中易损耗；质量标准无法统一，难以根据质量进行标准分级定价。

- ◆ 在采购上，大型超市在全国有多个采购种植基地，能够实现源头采购，提供基本三餐的食材供应，并维持价格相对价格稳定；在仓储和物流上，超市有一定的生鲜仓储管理经验、成熟的仓储和物流能力和相对完善的冷链配送基础设施，在整个配送链条上能够控制损耗来节约成本，同时满足生鲜产品的较高新鲜性要求。而目前生鲜电商的传统快递配送的方式和普通农贸市场的个人物流运送，成本较高且品质难以保证。
- ◆ 在销售上，生鲜产品由于品类繁多，季节性、地域性因素影响大，缺乏标准化的质量评价体系，其质量目前还主要沿用感官鉴定，消费者对实体门店诉求高，偏向于亲自挑选，保证买到更加满意、放心的产品。

### 2.4.3 对标日本，产品服务与居民需求的极致融合

**对标日本超市，产品服务于消费者需求的极致融合。**从日本零售业非常发达，但近几年来超市行业也逐渐饱和、竞争激烈，各品牌通过多样化产品矩阵，多元化特色服务提升用户粘性来增强行业竞争力。超市通过提供盈利服务和免费便民服务设施，为顾客解决各种生活所需，因此也大大增强了用户粘性。消费者价值为先的角度出发把握其需求，扩大用户基础，并形成全新的盈利模型。良好的配套服务能够营造良好的营商环境，也可以提升消费者粘性，优化顾客购物体验。在产品和服务上，日本超市的发展经验值得我国超市借鉴，为我国超市行业变革带来如下启发。

- ◆ **产品和服务多元化，扩大顾客流量。**我国超市品类以果蔬生鲜、熟食、快消食品、日用百货、家用电器，产品同质化较高，生活服务品类较少，我国超市尚不能满足消费者多元生活需求。而日本超市的产品和服务类型十分多元化，既有普通的标准化超市商品，也有定期推出的新产品和特色服务。如日本食品超市实行 52 周营销策略，不断变换促销单品，不仅包括世界各地的特色菜品，还结合节假日和人们的生活习惯，推荐不同饮食场景所吃的食品，每天变换美食菜单，能够持续吸引客流；又如静冈清水市的“Sbizutetsu”的超市，定期发表健康宣言，制定运动与饮食的主题日日历，帮助消费者进行健康管理；日本的便利店一般都会提供文件打印、水电费缴纳、洗衣等日常生活服务。多元化的产品和服务能够塑造一个复合的一站式购物场景，对消费者来说更具有吸引力。
- ◆ **产品和服务精准化，融入顾客需求。**基于超市的销售数据和周边地理位置，判断市场的主要细分客群，有针对性地提供产品和服务，能够有效提高客流转换能力，改善利润结构。日本的唐吉诃德超市的涩谷店由于中韩顾客占比达 35%，门店基于消费者数据化统计提供不日文、韩文和中文版的海报，并将海报与各国消费者偏爱的产品结合。各国海报精准出现在海外顾客的面前，比如中国人喜欢的保温杯货架前，或者是中国人和韩国人都喜欢的抹茶口味 KitKat 威化饼干附近。
- ◆ **产品和服务精益化，优化顾客体验。**日本超市在产品和服务的细节更加人性化。比如在自助打包台旁边有冰块，方便顾客打包保鲜食品；卖鸡蛋的地方安装着播放如何制作煎蛋视频的显示屏；儿童手推购物车也有不同款式和颜色；卫生间也有多功能配置，满足残障人士和不同年龄儿童的需求；甚至还有宠物专用购物车，方便爱宠人士携带宠物进店采购。以服务细节打动顾客，能够让顾客有更加贴心、舒适的购物享受，增强客户粘性。

**图 28：盒马生鲜、COSTCO 为消费者提供生活服务**


资料来源：东兴证券研究所

### 3. 构建全渠道市场空间，多元协作加持生活服务中心航母

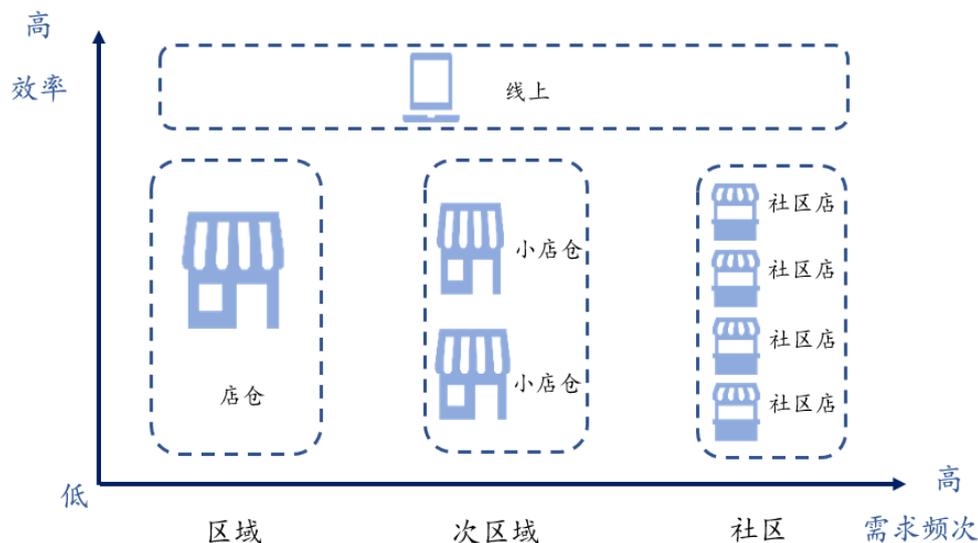
#### 3.1 基于需求和地域对生活服务中心分层

按照消费需求和门店覆盖半径对生活服务中心进行分层，细分为社区生活服务中心、次区域生活服务中心、区域生活服务中心，通过各层级门店“点-线-面”相结合完成消费者需求产品服务、时间、空间全覆盖。

- ◆ **短半径的覆盖社区消费，满足消费者日常高频需消费。**社区超市作为生活服务中心的最高频、贴近消费者的小触角，能够深入顾客生活环境，满足消费者1公里短半径的购物需求，对于不同消费人群的各种高频消费，是最为便捷和实惠的商业形态，能够形成稳定的顾客群体，容易凭借良好价格和品质口碑在社区生活圈形成稳定市场份额。
- ◆ **中长半径覆盖的次区域，满足中高频的需消费。**我国的超市目前的构成以次区域超市为主，门店数量占比达61%。次区域也是零售行业消费力的主要集中场所。相比于日常消费，月需对商品的质量和价格提出更高要求，次区相比社区提供了更大的仓储和商品摆放空间，同时在便利性上也能够有一定程度的满足。在商品结构中，更以日常卫生用品、日常生活服务为重点，满足顾客的需求。
- ◆ **长半径覆盖的区域门店，满足中低频次消费需求。**年需消费所覆盖的产品类型是最多的，也对区域超市的产品和服务类型数量提出了最高的要求，相对于社区超市和次区域超市，区域超市的出行半径更大，出行成本也更高，提供更加全面、更具性价比的产品和服务，以及休闲体验式的购物体验，以更高性价比、购物体验吸引消费者到店采购。同时，以店仓的形式对次区域门店的货架形成有效仓储，

半店半仓的构成模式。依靠丰富的货品吸引顾客进店消费，保持一定的客流转换能力，同时通过多触点的区域、次区域门店完成产品的高流转。

图 29：生活服务中心按需求和区域划分



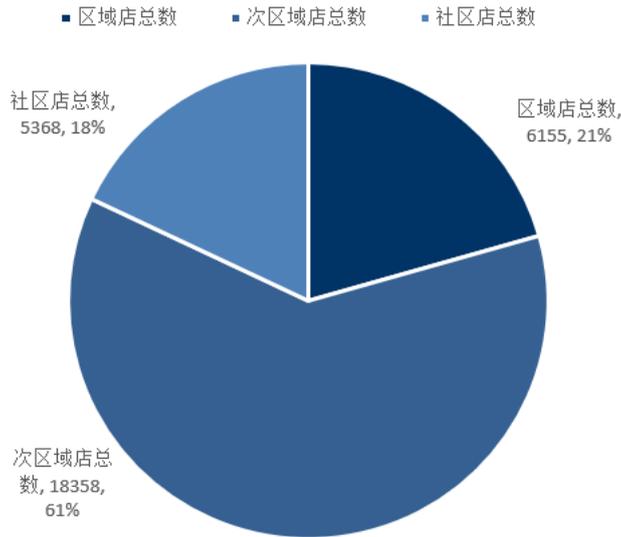
资料来源：东兴证券研究所

## 3.2 业态结构不完善，与需求不匹配

### 3.2.1 我国次区域超市占比高，业态结构不完善

超市按区位划分为区域、次区域与社区超市。区域店经营面积在 7000-12000m<sup>2</sup>间，以大卖场为主要经营业态，产品品类最全，距离消费者远。但由于 SKU 高、能为顾客提供商品一站式购齐服务受消费者喜爱。次区域店受众覆盖周边十个以上社区，提供较为全面的商品种类，产品包含生鲜、熟食、3C 产品、日用百货等多个类别。社区店经营面积在 50-1000m<sup>2</sup>间，覆盖周边 2-3 个社区居民，产品多以高频必需的生鲜熟食、基本生活必需品为主。由于社区店距消费者最近，购物方便深受周边社区居民欢迎。

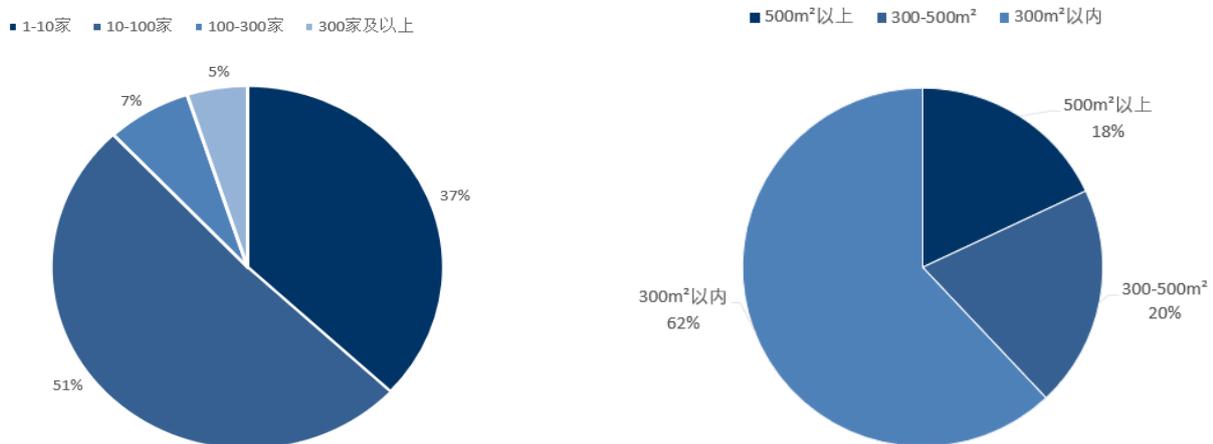
图 30：次区域超市占比高，社区店、区域超市占比少



资料来源：中国连锁经营协会，第三只眼看零售，国家统计局，东兴证券研究所

图 31：社区生鲜品牌门店规模状况

图 32：我国社区生鲜门店面积状况



资料来源：中国连锁经营协会，第三只眼看零售，东兴证券研究所

资料来源：中国连锁经营协会，第三只眼看零售，东兴证券研究所

### 3.2.2 社区超市市场空间大，外资退出，区域超市发展时机已至

目前我国超市规模布局上，业态发展不均衡。从比重上看，我国超市以次区域分布为主（61%），区域店、社区店占比分别为 21%、18%。从发展状况看，社区超市尚处于发展初期，区域型超市的优质商业区位被外资超市占据。

- ◆ 社区店发展处于初期阶段，规模化发展程度低，盈利情况不佳。据中国连锁经营协会统计，目前我国连锁社区店门店数量仅为 5368 个，品牌为 74 个。据高德地图统计数据，2018 年全国小区数量为 30 万+，假设 2-3 个小区应拥有 2 家生鲜店，目前我国社区超市门店空间为 10-15 万个，社区超市将成为发展的新趋势。同时，社区超市目前以非连锁的夫妻店为主，超市 SKU 数量低、产品质量无法保证，而连锁品牌尚未达到规模效益。根据 CCFA、第三只眼看零售公布数据，全国 74 个连锁社区店品牌中，单品牌社区生鲜店拥有门店数量在 300 家门店以上的占比为 5%，其次 100-300 家、10-100 家、

10家以下的分别为7%、51%、37%。社区店门店未达到规模经营时，供应链摊薄成本较高，影响企业利润表现；若不建冷链系统，则生鲜损耗率高。根据社区生鲜报告调研统计，我国目前社区生鲜门店盈利平衡及亏损门店达到62%，整体具备改善空间。我们认为，有必要将社区店纳入超市航母共享供应链系统，在填补社区市场空白的同时取得规模经济效益，拉升行业盈利。

- ◆ **店仓模式打造区域超市，SKU高、消费者覆盖半径长。**区域超市通常需要大型的商业面积，一方面，产品服务种类多，必须有足够经营面积支撑，另一方面，区域超市又是次区域、社区超市的“近仓”，即仓储化的“店仓”门店。区域超市通过产品和店仓模式，覆盖更多消费者、和中短半径的门店。随着外资超市的撤出，内资品牌通过收购亦或是开发新的商业地产，完成区域超市的覆盖。

### 3.3 完善全渠道市场空间，多元渠道协作，打造生活服务中心航母

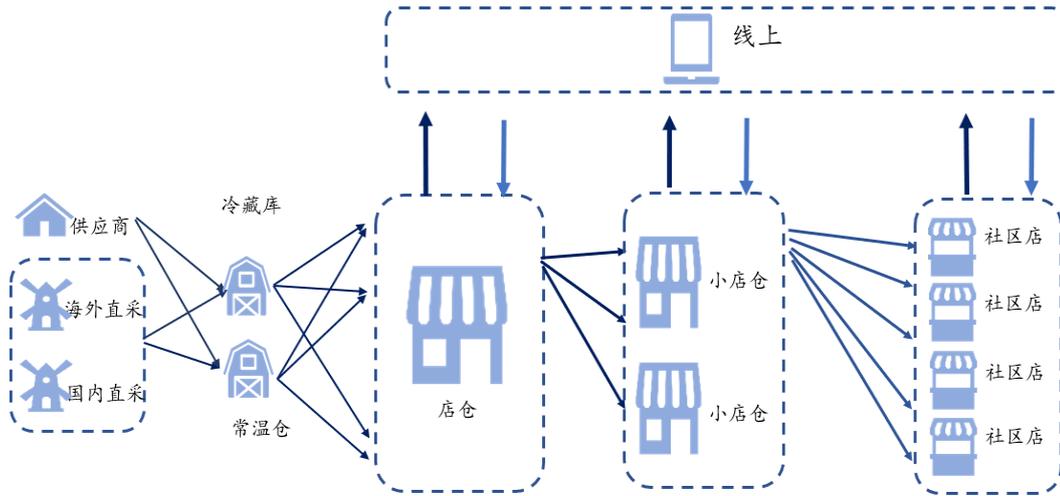
#### 3.3.1 业态协作构筑零售航母模型，助力企业市场份额提升

**单一业态孤掌难鸣，航母业态矩阵满足消费升级。**伴随消费升级，消费者需求日益多元化、消费时间空间不断拓展。我国现有超市业态以次区域为主，业态结构单一。因此消费场景在消费需求、购买时间、购物空间覆盖范围弱。航母业态矩阵将层次消费场景融合，全渠道、全时段满足顾客需求。我们认为，为了满足消费者在时间、空间、购买方式、产品的需求，采取不同区域实体渠道之间的协作、实体渠道与线上渠道结合，包含电子商务渠道和移动电子商务渠道——构建“航母形式的业态矩阵”。

- ◆ **区域生活服务中心**为航母编队中的航空母舰，是超市业态的绝对核心，具备强大的获客能力，同时为次区域、社区店提供支撑；
- ◆ **次区域生活服务中心**为矩阵中的巡洋舰作为航母战斗群的中枢，在区位上扩展门店发展范围，为区域生活服务中心提供门店引流、为社区生活服务中心提供产品支持，具备多种作战能力，是整个航母战斗群的旗舰；
- ◆ **社区生活服务中心**相当于护卫舰，护卫在整个“超市战队”外围，利用小门店灵活布局最后一公里需求市场，“大小配合”完成引流和助攻；
- ◆ **后台与大数据**是战队的“潜艇”，利用高新技术支持超市精准对接消费者需求；
- ◆ **中央仓库**（冷藏库、常温仓）是战队的补给舰，为超市内商品的供给提供仓储、加工、配送的后备支援；
- ◆ **供应链**为海洋，供应链连接航母体系的各组成部分。通过强大供应链管理，能利用规模效应降低单位物流成本，降低损耗率，运载航母前行。

我国超市业态发展在区域分布不完善，航母构架下超市在原有门店、供应链支撑下快速发展完善各场景的覆盖。业态矩阵完善，消费者覆盖范围扩大，门店快速扩张带动市场份额提升，行业集中度提升。

图 33：生活服务中心按需求和区域划分



资料来源：东兴证券研究所

### 3.3.2 利用“品牌+渠道”优势，生活服务中心降维发展社区店，完善全渠道市场

利用品牌优势，强覆盖社区空白领域提升坪效。超市转型生活服务中心业态后，根据覆盖面积也可划分为区域生活服务中心、次区域生活服务中心及社区生活服务中心。相比一般社区夫妻店，社区生活服务中心品牌质量更有保证，具备更良好口碑和信誉，降维发展社区市场具备较强的品牌优势。传统商超以次区域为主，对近消费者的社区覆盖较少。社区生活服务中心可有效填补社区空白市场，同时，由于社区店 SKU 精简、采购方便、能满足消费者基本生活需要，客流量和坪效相较于传统超市有明显优势。生活服务中心下沉社区覆盖最后一公里消费者，能填补市场空白并提升门店坪效。

表 5：2018 年不同业态超市坪效对比

不同业态超市		坪效（元/平方米）
永辉	超市大店	1058
	大卖场	1295.74
家家悦	综合超市	1139.08
	便利店	2040.01
步步高	超市	1101.8
中百集团	超市	1375
	114 家可比店	1299.6
三江购物	超市	1281
	小业态店	1631.4

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

利用成熟渠道优势，降维发展社区门店具备优势。经过多年发展，连锁大型超市自有仓储及上游采购、供应链体系更健全，具有自建冷链体系能力与强大的直采能力，如永辉、家家悦等，能有效降低产品加

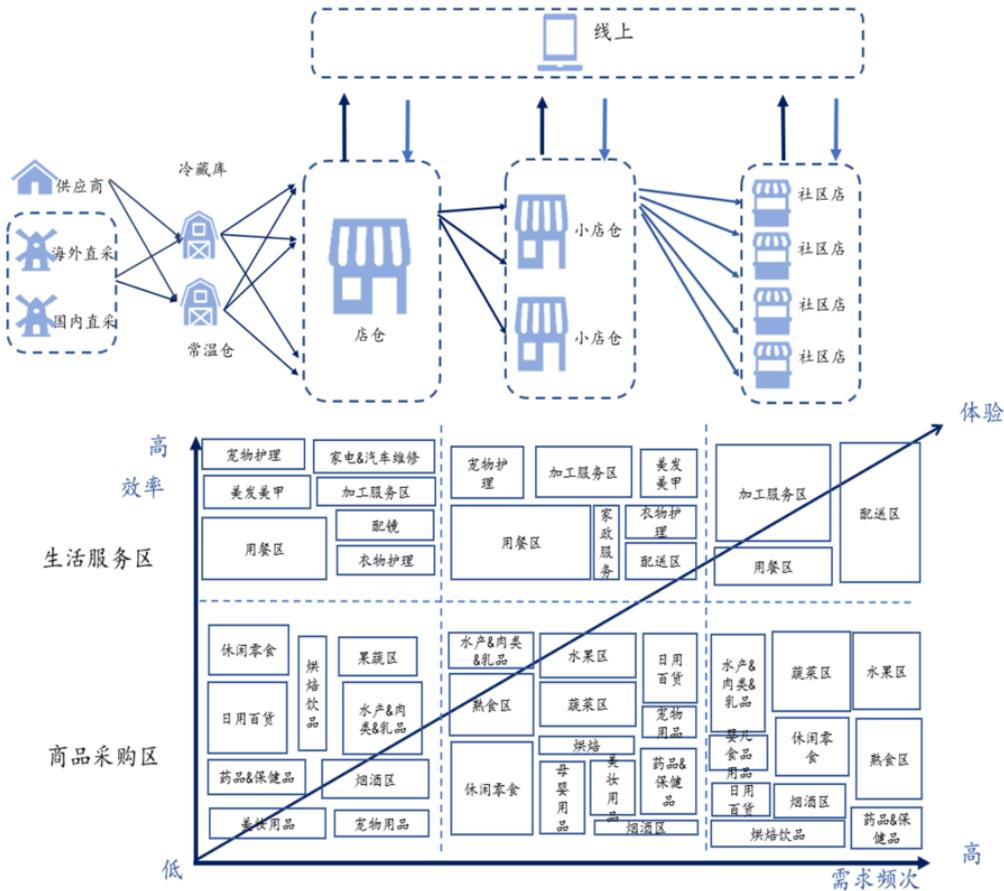
价率，终端零售价格有较强优势。由此看出，大型超市转型生活服务中心具有天然渠道优势。社区生鲜门店画像显示，生鲜销售占比在40%以上的社区门店占比达到68%。生鲜供应链和采购模式直接影响企业盈利，生活服务中心利用原有渠道优势，降维发展社区生鲜具备优势。

### 3.3.3 多元业态协作、“到家到店”相融合，共同打造生活服务中心航母

航母形式的业态矩阵是将通过原大型门店仓储化改造、并以社区小店提升品牌渗透率，多层次业态相互配合。同时，将线上平台与线下门店销售渠道结合，多维度构建业态之间、线上线下的协同。后台以供应链为依托，连接各生活服务中心场景，完成“点线面”结合，构建消费者产品、时间、空间全覆盖的生活服务中心航母舰队。

- ◆ **传统门店升级+仓储的“店仓”模式。**区域生活服务中心或次区域生活服务中心作为“店仓”，增加原有超市内仓储面积的同时降低门店营业面积。门店改造结合门店结构、区位特点，以及产品品类组合、产品仓储保管差异等因素对店仓进行差异化升级改造。相邻店仓产品品类相互补充，达到提高产品品类、提升产品仓储保管质量、降低损耗。
- ◆ **社区生活服务中心完成消费者近距离渗透。**社区生活服务中心SKU精简、单店面积小、数量多，可以更灵活的渗透社区市场。满足消费者便利性、高频次的采购需求。此外，社区店依靠区位优势，提升店仓产品周转，承担“区域店、次区域店”的前置仓职能。消费者通过线上平台“预定采购”采购店仓门店的商品，社区店为店仓产品中转站，协助大型门店完成最后一公里的配送服务。满足消费者需求同时缩短一对一配送物流路径长度，降低配送成本，提升门店效率，覆盖最后一公里消费需求。
- ◆ **“到家+到店”融合，满足购物体验感同时提升门店坪效。**以线下门店满足消费者现场挑选购物体验，又可利用线上平台优势精准营销引流，通过周边配送服务使消费者足不出户即可完成购物，全渠道满足各年龄阶层消费者需求，体现出更优效率及更大的发展空间。随着社区生活服务中心加密布局，将大大提升到店便利性和体验感，同时降低到家业务配送距离及成本，展现出更多盈利空间。

图 34：各区域业态协同打造生活服务中心航母



资料来源：东兴证券研究所

## 4. 消费升级时代，供应链运输超市生命源泉

### 4.1 产品流通环节冗杂，周转水平决定盈利能力

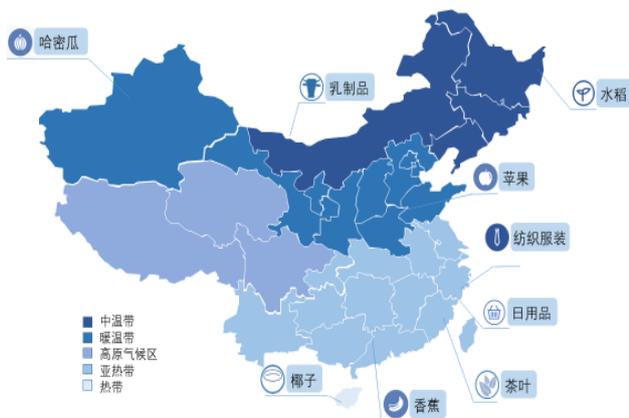
#### 4.1.1 地大物博，产品跨区域调配

**地大物博，产品地域性特征明显。**我国国土面积辽阔，领土南北跨越纬度近 50 度，东部临海西处内陆，造成各地气候及地理环境差异巨大，物种丰富。自然因素、经济条件不同、农产品和快消品集约化、规模化生产趋势下，产品地区间分工日益细致。此外，快消食品、日用品也有相同的地域分化差异，比如贵州茅台酒只有在茅台镇特定的气候、土壤、水质条件下才能形成其独特风味，日用纺织企业由于历史渊源、港口区位条件而遍布集中珠三角、长三角地区。

**供需双轮驱动产品流向全国市场，产销两地不断分化。**产品分工日益精细，伴随着生产能力的提升，地方市场已经不足以完全消纳当地产品的供给。供给能力的提升促使生产商拓展市场疆域，产品供给延伸全国市场。在消费升级时代下，消费需求由量向质转变，需求多元化、消费结构升级。在民以食为天的

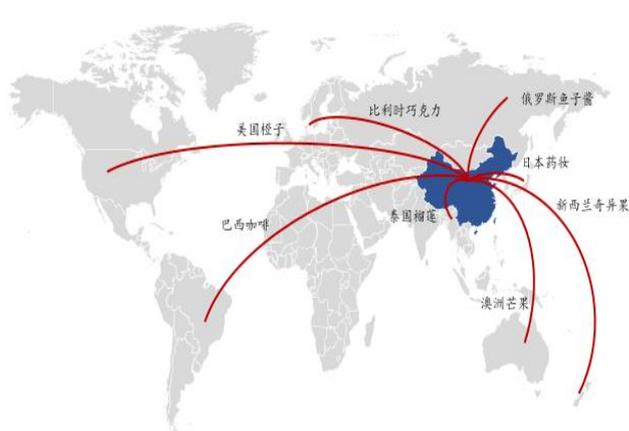
国内市场“吃饱-吃好-吃的健康”，消费观念不断升级。近年来，“猕猴桃-奇异果-新西兰奇异果”等产品结构提升促使产品跨区域调配更加频繁，并将产品跨区域调配延伸至全球市场。2017年，我国水果进口量456.27万吨，同比增长13%。产销两地的不断分化，供需双方共同推动各地区产品涌向全国市场，从而增加了产品跨区域调配的需求。

图 35:中国国内产品产区分布



资料来源：东兴证券研究所

图 36:全球产品进入国内市场

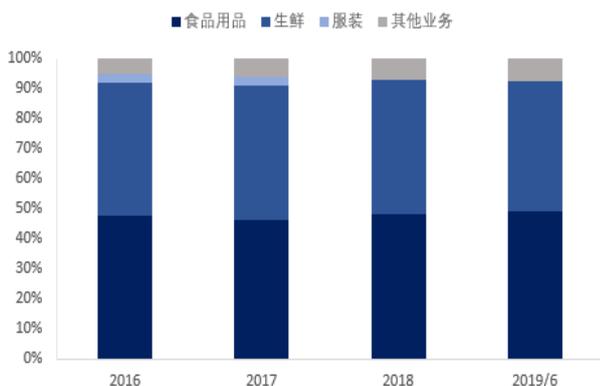


资料来源：东兴证券研究所

#### 4.1.2 超市存货质保期短，周转水平影响企业盈利水平

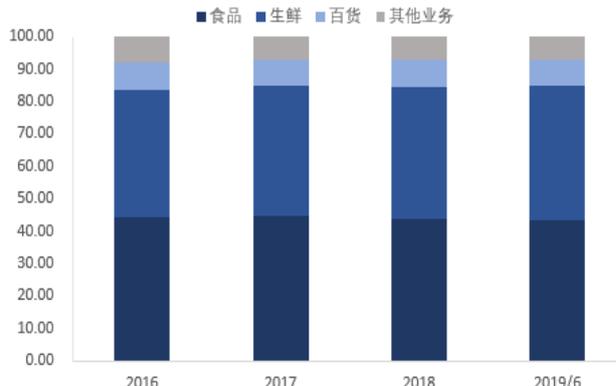
超市上市企业中生鲜和食品项目占比最高高达92%。而食品保质期短，其中生鲜保质期在3-5天，低温乳制品保质期在2周内，其余肉禽、蛋保质期均小于1个月，食品保质期短。储藏期短导致产品需要高速周转，周转能力弱的企业产品损耗率高，直接影响企业盈利水平。我国上市企业中，企业ROE、毛利率和周转率存在明显相关趋势。其中，全国性超市永辉和社区型超市家家悦存货周转水平优，分别达2018年周转率分别为8.0/7.8次，企业盈利能力处于行业龙头。

图 37: 永辉超市生鲜及食品项占达90%以上



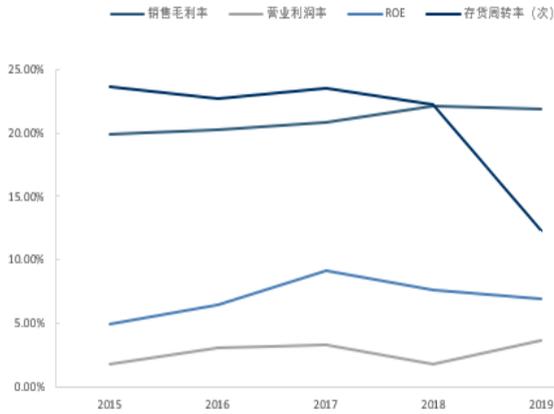
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 38: 家家悦生鲜及食品项占达85%以上



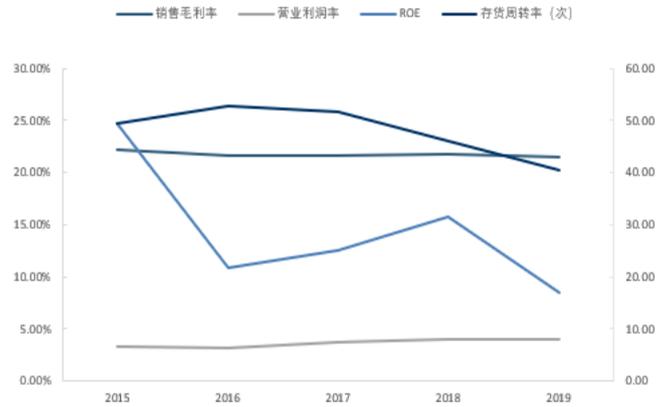
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 39: 永辉存货周转率和企业盈利有明显相关性



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 40: 家家悦存货周转率和盈利有明显相关性

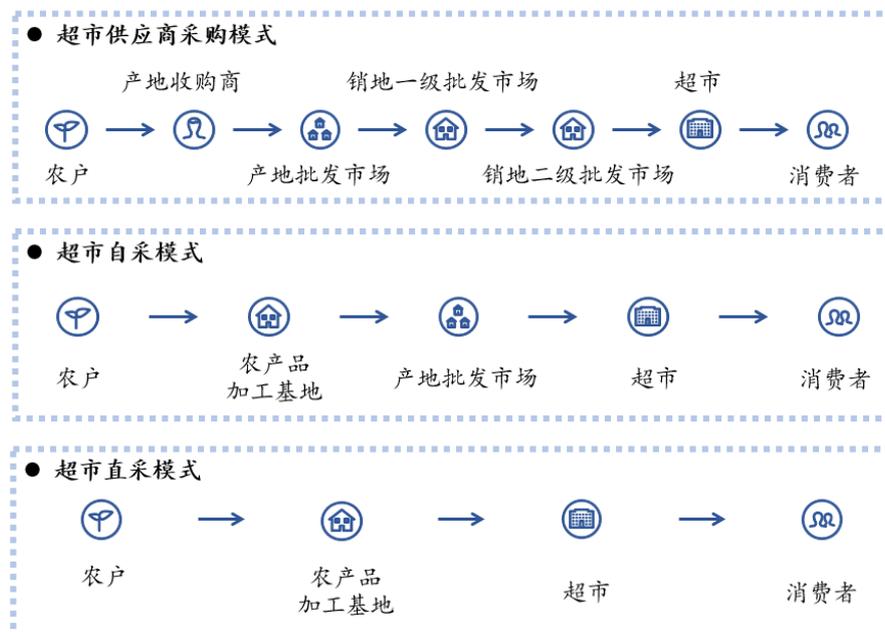


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 4.1.3 规模化采购机遇与挑战并存

超市生鲜、食品、日用品销售额占比达到 90% 以上，营业面积不同门店 SKU 在 200-1500 个范围内，产品品类丰富采购难度大。从按照采购半径划分，超市生鲜采购主要有三种模式：超市供应商模式、超市基地直采模式，其中供应商模式向自采模式和直采模式转变；食品、日用品采购有长半径、短半径两种，区域型超市主要采用长半径的经销商模式，全国型超市应用长短半径结合采购。

图 41: 自采模式物流节点少

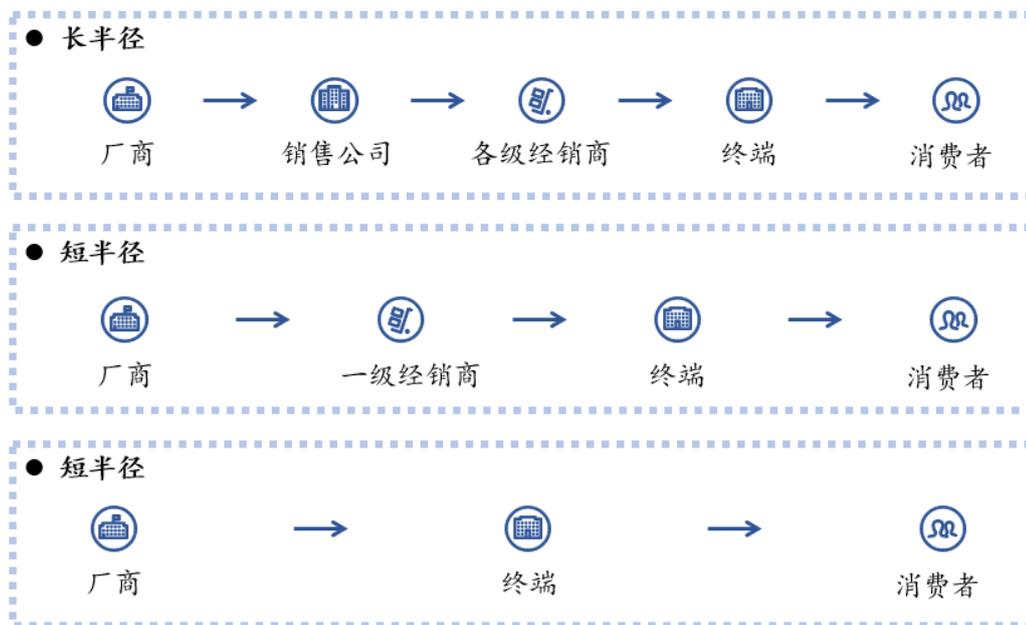


资料来源：东兴证券研究所

由于产销地的分散，农产品生产具有季节性和地域性，形成了多节点的流通体系。生鲜产品主要有三种流通模式：农贸市场模式、超市供应商模式、超市直采模式。农贸市场模式和超市供应商模式较为相似，从农户-产地收购基地-销地一/二级经销商-终端渠道，该两种产地的物流节点多。农产品在各个节点的装卸搬运用费和各级经销商加价等形成农产品产销两地价差，最终导致终端农贸市场和超市毛利率低。对比三种模式，超市直采模式消除了中间商，基本实现了产地到货架的直接流通，采购环节少，成本加价率低。当前直采模式成本低，但直采模式需要企业有足够采购需求、对企业人才、物流配送、货源掌控、购销计划等分销能力有较高要求。生鲜产品保质期短，库存积压导致大量损失，超市需在产品成本和采购成本中平衡。直采模式目前只适用于巨额具备渠道优势、运营能力强、周转效率高的行业龙头企业。

休闲食品、日用百货等出厂销售份额由区域代理商和经销商占据 90%以上，中间代理商把控出厂环节产品 90%份额。由于多层级的周转，产品出厂价格到上货价格加价达到 50%，其中中间代理商/经销商加价率在 10%-15%之间。虽然上游采购环节出现经销商扁平化趋势，但由于账期、存货配送等原因，中长期休闲食品、日用百货等流通环节仍将保留至少一个层级的经销商。同时，超市产品 SKU 多，对接上游厂商需要更多的人员和采购系统支撑，并且受存货资金压力和配送因素，地方性 KA 和小型超市只能从地区供应商采购，扁平化的经销模式只适用于模大的 KA。

图 42：经销商模式趋于扁平化



资料来源：东兴证券研究所

超市上游采购链条冗长，我国农产品、食品和日用快消品中间流通环节多，多层级的经销商导致加价率高、采购效率低，中间环节扁平化是产品流通趋势。随着企业规模化发展，规模经营的超市将在厂商直采中取得低成本采购优势。同时，公司人才、物流配送、货源掌控、购销计划等供应链运营能力将决定企业盈利能力。

## 4.2 信息化推动供应链进入 3.0 中台系统阶段，内部协同加强

#### 4.2.1 消费升级驱动供应链基础设施不断完善

**消费升级对供应链要求提高。**食品行业存在一条规律，即保质期越短，口感越好。短保食品虽然售价较高，但随着收入和消费升级的演替，消费者对品质的追求愈发强烈。以面包、啤酒、乳制品等行业为例，消费趋势正顺着“长保质期-短保质期-现制”演变。低温乳品中，巴氏低温奶、酸奶增速为5%、11%明显高于乳制品销售整体增速。对短保生鲜、食品来讲，供应链是产品保鲜的血液。短保产品必然依赖高效、成熟的冷链配合。一般而言，冷链运输包括预冷速冻、冷藏、运输三个环节，相对于常温物流而言，每个环节都对冷藏技术和物流管理能力有一定要求。

**消费需求倒逼供应链基础设施不断完善。**随着消费升级趋势在食品消费结构的不断提升，我国供应链基础设施不断完善，冷链仓储基础设施、供应链管理不断完善。据中商产业研究院估测，近年来我国冷链物流市场规模以超过20%的增速高速增长，2020年规模约达到4700亿元，冷链运输车2017年数量达到14万辆，2011-2017年复合增速约27.8%。从全国冷链需求及供给热度对比来看，目前冷链供给已经基本能够覆盖需求。全国性的超市企业已先后布局冷库、冷仓基础设施，永辉、家家悦、盒马、苏宁、等先后投资数亿元规模的区域和全国性冷藏库，用于包括时蔬奶类、肉禽、海鲜等品类保存。

图 43：我国冷链物流市场规模高速增长



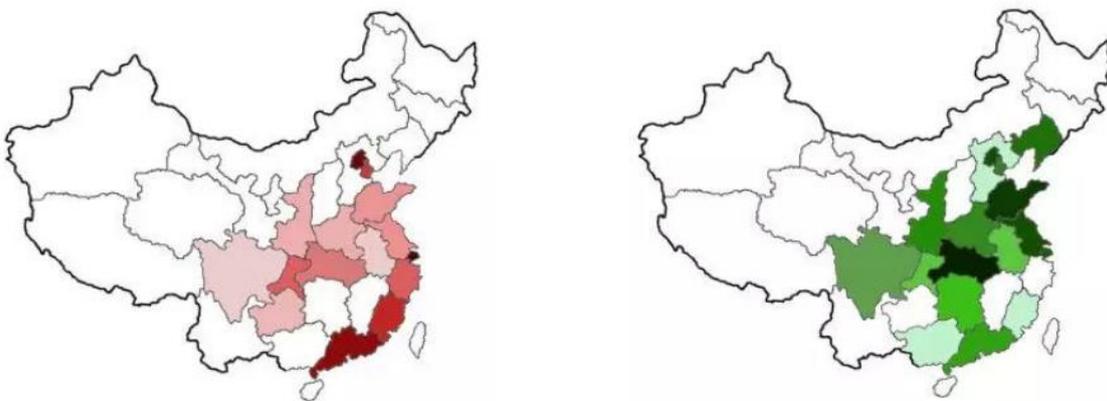
资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

图 44：我国冷链运输车数量稳步增长



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

图 45：全国冷链需求热度分布&全国冷链供给热度分布



资料来源：中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会，东兴证券研究所

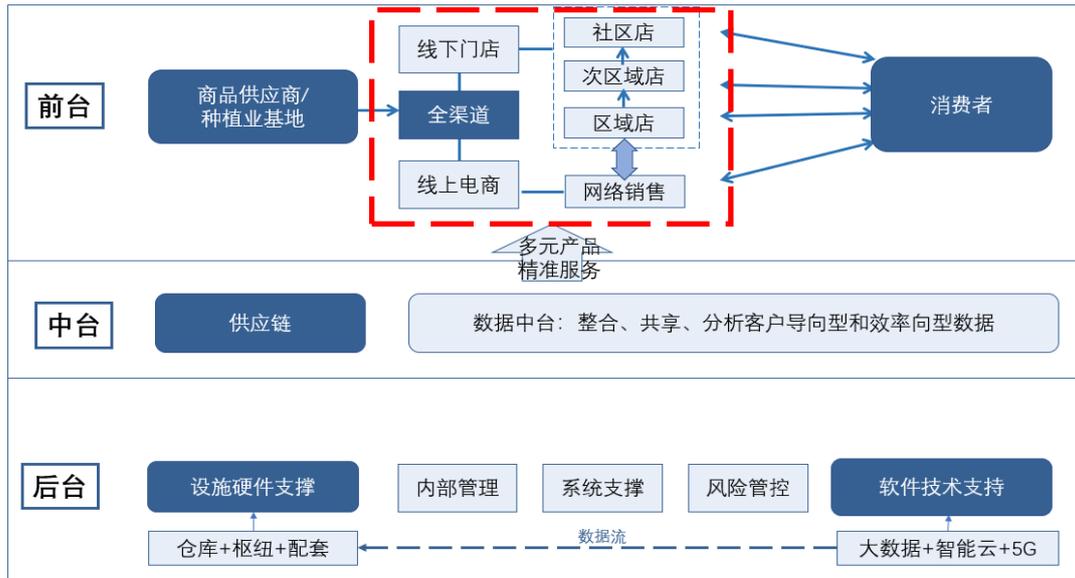
#### 4.2.2 龙头企业率先进入供应链 3.0 中台系统

中台是一个可以进行智能化信息处理交流的、介于前后台之间的公共服务平台，中台系统就是以中台为基础，结合前后台业务形成的灵活、高效的生态圈系统。数据中台就是将数据加工以后封装成一个公共的数据产品或服务，在超市的业务末端通过数字化构建自己的数据资源，在这个基础上建立信息的分享和联采，整合物流，精准销售，形成完整的业态闭环，支撑前台业务的快速变化，最终提升超市的客户粘性和客流转换能力。相较于当前各个独立业务模块，企业内部采购、配送、存货管理协同不一致。阿里巴巴、永辉超市等龙头企业先后宣布进行供应链中台系统探索。**供应链 3.0 中台系统的搭建，将进一步推动公司盈利能力突破瓶颈，我们认为，未来 3-5 年内行业内将逐步完成供应链中台系统的建设。**

- ◆ **中台系统加强了超市前后台的数据信息连接，最大化供应链效率。**供应链的支撑是信息和数据，而超市行业上下游两端都比较分散，搭建的数字化中台系统可以用来解决供应链的协同问题，连接了技术和场景，将超市的供应链系统平台化发展，整合各方资源，带来整体效率提升，最大化提升整个供应链的效率。同时，中台作为连接前后台的桥梁，可以缓冲和过度前后台出现的不协调，还能克服超市供应链不同环节之间的业务和数据阻碍，将为行业生态带来不一样的新面貌。
- ◆ **中台系统在运作上有更高的灵活性。**随着目前我国消费者的需求升级，需求场景越来越即时化、碎片化，超市产业各个环节需要建立起一套灵活的物流和供应链体系来应对消费需求不断更新的趋势。在过去，超市的集成系统往往意味着功能升级成本很高，牵一发而动全身，一次升级可能要在开发和测试发布上的费用很高昂，跟不上业务的发展速度。中台系统架构下，前台往往提供微服务，以“小前台+大中台”的模式实现信息快速流动和分析，能够做到各个业务系统独立升级，做到月迭代甚至周迭代，改变以往的多层分销的渠道模式，使得生产端与消费端的距离尽可能缩短，这样就可以让信息系统快速响应超市行业的业务需求，低成本试错，更好的支持业务的创新，并且能够快速精准地洞察消费者的需求，灵活调整和反应，更完美地满足消费者的个性化需求，助力企业新零售转型。

#### 4.2.3 超市第四次变革推动供应链地位再升级

新阶段生活服务中心各层级门店协同加强，供应链管理效率要求提升推动供应链中台系统发展。超市行业的第四次变革下，门店业态组织架构的重构倒逼超市提升运转效率。改革从业态重构传导至供应链升级，超市利用中台系统，分析处理信息咨询，并打通前台业务与中台分析、后台决策的合作，利用中台提高管理运营效率、和业务分析处理。供应链发展是业态重塑和业态在各层级协作重要支撑，新阶段供应链为海洋运载生活服务中心航母前行。

**图 46：生活服务中心数据中台系统设计**


资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **业务前台：**前台是与客户交互的触点，生活服务中心航母通过业态细分设置不同类型的门店，覆盖各消费场景。根据用户行为和市场变化捕捉需求，保持对市场变化的敏感度，向中台、后台提供市场数据和消费反馈的基础。
- ◆ **数据中台：**超市应搭建数据中台构造完整的业务系统。数据中台就是将数据加工以后汇总到公用的数据产品或服务，提供数据治理、数据模型搭建、数据资产管理等数据服务，打通超市前后台之间的数据阻碍。通过共享、开放、精准、高效的数据分析，管理决策依据数据改进，调整方向，提高产品周转、优化物流、货仓配置，建立起前后台之间的高效信息沟通机制，为流通高效化、精准营销提供策略分析和数据支撑。
- ◆ **系统后台：**后台是企业对内系统集成平台，是整个系统的逻辑性和功能性的保证。为了支撑前台越来越多的业务后台需要不断地建设和完善，通过利用大数据、AI 和云计算等功能为前台和中台提供基本系统支持，完善设施硬件支撑，进行采购、生产、库存、仓储、财务等的内部管理、数据整合和风险管控，打造行业生态的系统节点，为前台和中台提供软件技术支撑和专业化支持。

### 4.3 消费时钟循环，供应链 4.0 平台化发展

#### 4.3.1 平台化打通上下游，供应链内外联动

供应链已完成两次变革，超市龙头已率先进入供应链中台系统 3.0 发展阶段。超市供应链发展程度决定超市盈利能力，超市业态的几次变革也带动供应链一次次飞跃。供应链发展初期超市内部没有长期经营计划，企业运营的信息、物流、资金流向呈现单项循环，运营计划从上至下单项流动。信息化促使供应链 2.0 时期发展，企业各个业务单元如采购、财务、人员已经形成内部的信息化管理，采购、配送等管理在业务单元内信息化管理，形成自上而下、自下而上的循环管理，各业务部门开始更为完善的预测分

析。消费时钟第三个阶段推动企业供应链平台化发展。企业内部各个业务单元相互协作，比如产品设计部门向销售和顾客管理部门开放。当前超市龙头企业已经率先开始供应链平台化运营建设。未来供应链将向平台化发展，此处我们引用零售系列报告供应链专题观点，将在专题报告中具体阐述。

表 6: 供应链四个阶段

	供应链 1.0 单向信息流	供应链 2.0 信息化系统	供应链 3.0 中台系统	供应链 4.0 平台化
特征	单向供应链	单项业务内循环	企业内循环	供应链平台化
升级方向	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 管理层缺乏长期规划</li> <li>◆ 没有销售预测</li> <li>◆ 仓库员工缺乏基本培训</li> <li>◆ 产品设计、生产</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 基本实现采购、仓库管理的系统软件；</li> <li>◆ 初步地控制库存、采购策略</li> <li>◆ 运输商选择；</li> <li>◆ 销售部门可以获取并分析销售信息。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 跨部门之间的合作更加高效；</li> <li>◆ 更多部门开始参与产品设计</li> <li>◆ 仓库管理的自动化程度提高，需求预测变得更加的准确。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 核心企业和其上下游的客户和供应商，针对某些产品开展了协同合作；</li> <li>◆ 新的信息技术和软件被应用；</li> <li>◆ 企业之间的竞争升级为供应链之间的竞争。</li> </ul>

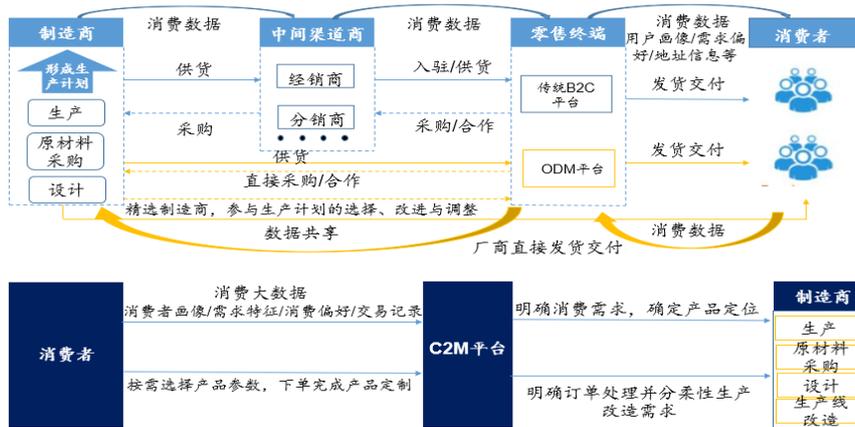
资料来源：东兴证券研究所

#### 4.3.2 消费时钟指向产品无差别，供应链平台化助力自有品牌建设

消费时钟完成第一次循环，超市作为零售端将成为指引全产业链发展的指明灯。消费时钟到达第一个闭环时点，指针回到产品无差别。生产能力提高、技术进步、各品牌的产品差异小，消费需求从便宜到便利、从品牌到品质，新消费主力群体不再过多关注产品品牌，更注重商品与个性匹配的提高，消费层级上升到精神层面。消费者不仅要求高质量的服务和产品，还希望商品具有独特性，对消费体验提出了更高的要求，未来零售领域会根据个体消费升级而进行整合，衍生为平台化生产-销售模式，进行上下游产业链条的统筹，以满足消费者强调产品本身功能性和个性化的需求。我们认为，消费时钟循环到产品无差别阶段，超市作为零售端将指导全产业链发展方向，未来呈现两个发展路径-即去品牌溢价的自有品牌和统筹产业链指导上游产业链生产两种模式。

- ◆ **自有品牌推动超市盈利能力再提升。**自有品牌 (Private Brand), 零售企业通过大数据精准把握消费者需求，整合上游制造企业，将生产销售一体化，从而去掉品牌溢价。由于零售企业与消费者关系最为紧密，可以及时获得消费者信息，产品更加反映消费者需求。以 ODM 模式为例，ODM 平台直接与精选出的大牌制造商对接，制造商负责设计与生产，ODM 平台负责采购、品控、物流、销售及售后等环节，并将消费大数据反馈给制造商以调整、优化生产制造。ODM 模式加强对上游产品品质和成本的控制，将品牌溢价及中间流通环节产生的费用让渡给消费者及制造商，使得消费者能够购买到物美价廉的商品，超市将获得自有品牌高毛利收入。销量和毛利双向提升，成为推升超市盈利能力提升的重要途径。
- ◆ **超市作为零售端将指导全产业链发展方向。**零售端 C2M 模式与 ODM 类似，C2M 平台通过消费大数据分析或消费者产品定制订单精准把握消费需求，确定产品定位，引导制造商的研发、设计、生产及库存安排，以提供更满足消费者个性化、定制化需求的高品质商品。

图 47: ODM、C2M 与传统 B2C 模式对比



资料来源：东兴证券研究所

供给端的变化将指明供应链建设的方向。供应链 4.0 时代是平台化，即中台系统从内部网络管理到产业链条平台化管理，统筹企业上下游生产销售，以满足消费升级需求。超市等零售行业作为产品的终端零售渠道，打通上游生产企业。一方面，发展自有品牌去掉上架费、去掉中间供应商流转的成本叠加；另一方面，通过消费者大数据分析、参与引导上游生产者生产，提供更加符合消费者需求的高质量、个性化产品。国内市场，零售商盒马鲜生、永辉超市等已通过和源头生产基地对接、精选生产制造，率先发展自有品牌。盒马更在年会中宣布未来 3 年，盒马自有品牌将达到 50%。我们认为，消费时钟向第四阶段的旋转进一步要求企业供应链能力的提升，供应链平台化的将成为超市行业发展重要方向。不论通过整合上下游产业资源发展自有品牌、或是参与指导上游企业增强产业链协同合作，都将是企业盈利能力再升级的重要途径，而供应链 4.0 平台化将成为自有品牌发展的重要支撑。

图 48：永辉超市自有品牌与盒马鲜生日日鲜



资料来源：东兴证券研究所

表 7: 自有品牌发展

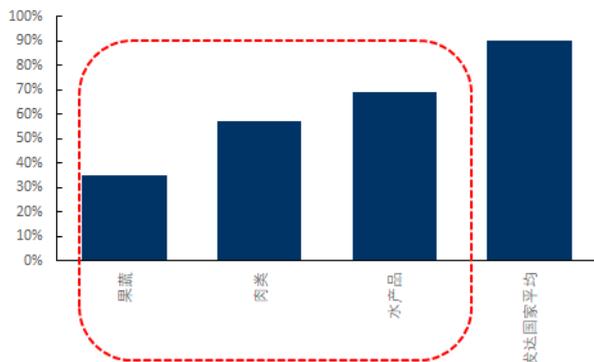
	自有品牌	产品范围
盒马	盒马日日鲜、帝皇鲜、高山鲜、纽澜地、盒算、盒马工坊、盒马精酿	蔬果、肉蛋、乳制品、半加工产品、酒品
永辉	永辉农场、Ofresh、田趣、优颂、馋大、超级U选	日用品和家居用品、休闲食品、干杂日配等品类
苏宁	苏宁极物、鲜值控	生鲜、智能锁、婴儿餐具、餐具、空调等
家家悦	荣光、麦香苑、悦记飘香、柔可馨	食用油、干货食品、自制熟食、卫生用品等
网易	网易严选	居家、厨卫、洗护、服饰、婴童、食品、电器等品类

资料来源：东兴证券研究所

#### 4.3.3 新零售，即“消费者为核心、供应链为护城河”的时代

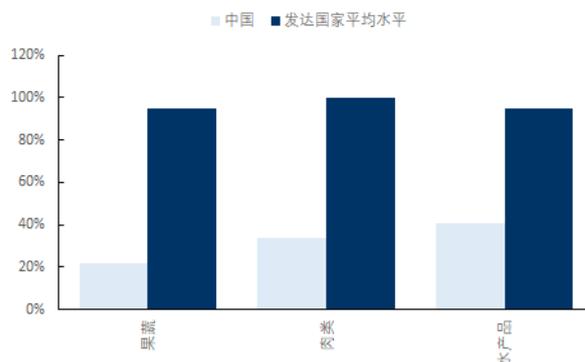
需求引领生活服务中心航母架构，供应链为海洋承托航母航行。改革开放四十年以来，随中国经济发展进入新常态，从实物商品供需矛盾的转化来看，我们已实现供给约束向需求约束的转变。消费需求由量向质转变，迎合消费需求成为消费市场供给侧结构性改革的必由之路。超市作为与百姓生活息息相关的行业，作为消费升级最先受到影响的行业，先于其他行业开启转型之旅。以需求为核心的全渠道生活服务中心航母矩阵，前中后台信息沟通更为紧密、各区域门店协作更加紧密，势必更加依赖供应链发展。

图 49：中国与发达国家平均冷藏运输率的比较



资料来源：现代电商与物流研究院，东兴证券交易所

图 50：中国与发达国家细分品类冷链流通率的比较



资料来源：现代电商与物流研究院，东兴证券交易所

我国传统供应链发展起步晚，发展迎来机遇。超市产品结构复杂、消费需求结构转型，未来以顾客为核心的产品结构重塑，推动供应链再升级。同时，以生鲜为主的产品在生产-采购-流通-销售各个环节都存在高耗损的可能，供应链成为企业降低损耗、提升周转效率的重要支柱。我国供应链虽已在加紧完善但整体仍然薄弱，其中冷藏运输始于 20 世纪 60 年代，应用于国内农产品产地。根据现代电商与物流研究所统计，当前我国蔬果、肉类、水产品冷链运输率与发达国家平均水平仍有较大差距。目前基础设施水平、损耗率、流通率等问题仍有许多问题需要继续解决，供应链未来仍然极大的发展和提升空间。另一方面，2017 年国务院办公厅和 2018 年财政部和商务部先后发布了《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》、《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》。政策推动供应链发展时代的到来，同时给超市行业带来了新的机遇。政策利好供应链进一步发展，供应链为超市运输血液，将成为行业未来发展的护城河。

不管是冷链等基础设施或是中台系统的建设未来仍有较长的路要走。在消费时钟指引下，超市行业即将以“围绕消费者的业态重塑、构筑供应链护城河”为出发点全面开始零售的新变革——新零售。

## 5. 推荐标的

### 5.1 永辉超市

生鲜占比&营收居同业第一，龙头地位稳固。永辉超市深耕生鲜板块 18 年，生鲜板块在公司的收入占比保持在 44% 以上，形成了“生鲜为王”的特色。公司 2018 年生鲜类创收 316.6 亿元、毛利 47 亿元，稳居生鲜类超市龙头地位。

顺应消费需求布局社区消费场景，以一大一小门店结合完成全业态协同。永辉大卖场已开 700 多家，2019 年计划实现门店 1000 家。公司布局 mini 店创新业态，通过大店带小店的方式实现小型店连成片布局。Mini 店目前为止新增合约 400 家，预计今年完成 1000 家门店。通过大店+小店模式，深入社区跑完生鲜市场“最后一公里”。

全面搭建生态组织与生态供应链，打造灵活的供应链体系。永辉超市于全国 24 个省区设置 18 个采购办公室，形成全国、省区、地方供应链互补，实现平台、省区间协同开展供应链业务。2018 年永辉超市物流中心已覆盖全国 17 个省市，配送作业额 409 亿，物流供货率 58.8%，增长 30.6%，供应链体系完善。

盈利预测：预计公司 19/20/21 年公司实现收入 842.10/1027.65/1248.79 亿元，增速 19.42%/22.03%/21.52%，同期实现归母净利 22.87/28.64/39.88 亿，同比增速 54.53%/25.22%/38.55%，EPS 为 0.24/0.30/0.41，对应 PE 为 38.78/30.97/22.43，维持“强烈推荐”评级。

### 5.2 高鑫零售

大卖场业务重构，聚焦生鲜和快消领域。高鑫零售强化低价优势并提供多种生鲜食品，同时提供更多自有品牌产品，保持产品多样化。发展专注于生鲜食品服务的淘鲜达项目，从 2018 年 3 月开始，淘鲜达迅速拓展至大润发品牌及欧尚品牌旗下的所有门店，每家门店可为淘鲜达业务提供 13000-15000 项产品，主要涵盖生鲜食品及快速消费品。高鑫零售通过推行淘鲜达业务以及持续发展实体店而来吸引顾客和抢占市场份额。

欧尚和大润发实施整合，供应链共享提升运营效率。高鑫零售于 2018 年整合欧尚和大润发，成立联合运营总部，大润发将协助欧尚提升 IT 系统以及整合供应链。加强与阿里巴巴合，公司目前已有 484 家门店完成与淘宝平台接入，2018 年提供一小时配送服务超过 4500 万笔订单，一小时配送的准点率超过 99%，业态重塑推动企业营收提高。

盈利预测：预计公司 19/20/21 年公司实现收入 1008.10/1050.34/1098.76 亿元，增速 1.5%/4.2%/4.6%，同期实现净利润 32.97/35.70/38.70 亿元，同比增速 17.01%/8.26%/8.42%，EPS 为 0.32/0.35/0.38，对应 PE 为 25.77/24.01/22.05/20.23，维持“推荐”评级。

### 5.3 红旗连锁

**积极改造生鲜门店，生鲜加强改善综合毛利。**公司是四川省便利店龙头企业，截至 2018 年底共有门店 2817 家，形成以成都为中心辐射川内三、四线城市的网络布局。公司改造现有生鲜门店，持续引入永辉生鲜经营经验，预计 2019 年全年改造门店超 100 家。通过与永辉战略合作，公司优化生鲜业务管理经营，生鲜直采叠加供应链优化改善综合毛利率。

**加强供应链体系建设，持续推动全渠道布局。**公司拥有独立、完整的采购体系和物流配送体系。目前，公司拥有西河、簇桥、温江三个物流配送中心，实现了大部分商品的统一仓储与配送。同时，公司还加快推进线上渠道发展。除建设自有线上平台外，还与美团、饿了么平台建立合作，加强外部渠道拓展，拓展下游供应链。

盈利预测：预计公司 19/20/21 年公司实现收入 76.69/80.83/85.47 亿元，增速 6.22%/5.4%/5.74%，同期实现归母净利润 4.03/4.67/5.43 亿，同比增速 24.84%/15.82%/16.32%，EPS 为 0.30/0.35/0.41，对应 PE 为 22.06/18.63/15.87，维持“推荐”评级。

### 5.4 三江购物

**加快生鲜行业布局，未来向新零售社区店转变。**公司从 2019 年开始实施“快速转型，三年升级”的战略，力争三年内将公司从传统的社区平价超市转型升级为新零售的社区生鲜超市。公司持续生鲜购物环境的改造，增加基地商品，加强食品安全检测，2018 年生鲜和食品销售收入分别同比增长 30.75%、7.58%。

**和阿里深化合作，供应链体系助力营收增长。**2018 年，公司通过非公开发行股票引入战略投资者阿里巴巴。2019 年 4 月，阿里向公司派驻管理人员加强合作。2019 年一季度公司实现营业收入 11.42 亿元，同比增长 2.44%。和阿里的合作不仅有望提高公司直采比例，而且能背靠阿里的物流体系和管理经验，降低成本助力营收增长。

盈利预测：预计公司 19/20/21 年公司实现收入 42.76/45.70/48.80 亿元，增速 3.46%/6.88%/6.78%，同期实现净利润 12.30/13.15/14.11 亿元，同比增速 10.23%/6.84%/7.35%，EPS 为 0.22/0.24/0.26，对应 PE 为 63.83/59.75/55.66，维持“推荐”评级。

## 6. 风险提示

行业变革不及预期、居民消费承压。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	零售的模样——商贸零售深度系列研究（一）	2019-08-30
公司	永辉超市：展店进程加速，同店表现优于预期	2019-08-30
公司	红旗连锁：小店大前景，业绩略超预期	2019-08-22
公司	高鑫零售：中报业绩符合预期，公司转型初见成效	2019-08-08
公司	苏宁易购：中报业绩符合预期，持续推进全场景零售布局	2019-07-31
行业	生鲜：新零售推动生鲜产业第五次变革	2019-05-23
行业	化妆品：颜值时代的大市场	2019-05-23
公司	永辉超市：营收增速稳健，期间费用影响净利润表现	2019-05-06
公司	三江购物：积极布局新零售生鲜市场，营收净利双增	2019-04-15

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后任职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

## 研究助理简介

### 研究助理：赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。