

商业贸易

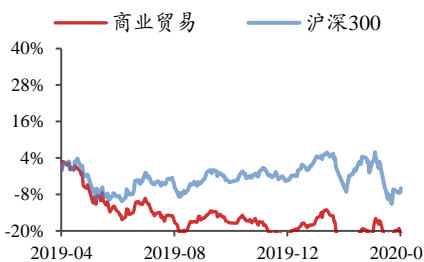
2020年04月02日

投资评级：看好（维持）

生鲜消费万亿市场百家争鸣，供应链能力将成为行业竞争致胜关键

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：贝格数据

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

李旭东（联系人）

lixudong@kysec.cn

证书编号：S0790120010014

相关研究报告

《商贸零售行业周报-沃尔玛自有品牌数据亮眼，国内商超发展自有品牌潜力大》-2020.3.28

《商贸零售行业周报-盒马发力 mini 业态，连锁卖场加快社区超市布局》-2020.3.21

《行业点评报告-1~2 月社零增速受疫情影响显著下滑，必选消费呈现更强韧性》-2020.3.16

● 生鲜市场广阔，消费者对生鲜品质和购买体验提出更高要求

生鲜消费具有刚需、高频特点，2019 年国内生鲜交易规模预计已突破 5 万亿元。从需求端来看，伴随消费群体年轻化，消费者对生鲜品质（新鲜度、丰富度）和购买体验（便利、卫生）等方面诉求逐渐提高。因此在渠道端，除传统农贸市场和大型超市外，生鲜电商、社区生鲜等新业态也快速发展，呈现百家争鸣之势。

● 传统生鲜物流中间环节多、损耗高、终端加价高，直采成解决痛点关键

从上游供给端来看，由于国内农业普遍为小农生产方式且产品种植区域性明显，导致生鲜上游分散化、产成品非标准化，给终端零售商在规模采购上造成困难。同时国内冷链物流设施落后，导致长距离运输过程中损耗严重。因此，传统生鲜物流长期存在中间环节多、损耗高、终端加价高的痛点。近年来，现代超市物流通过与上游生产基地深度合作、建立完善仓储物流基地，以高比例直采模式减少了中间环节，在降低损耗和控制采购成本同时，也保障了生鲜供应和新鲜度。

● 生鲜终端消费渠道多元，长期来看，超市对农贸市场的替代是行业核心逻辑

渠道端方面，目前农贸市场以过半市场份额占据生鲜消费主要渠道，但其自身发展长期存在物流效率低、购物环境差、产品质量安全无保障以及小商贩经营风险承受能力弱等痛点。另一方面，生鲜电商等新业态在资本助力下发展迅速、商业模式创新多元，但其盈利模式仍受制于生鲜品类毛利率低损耗高、消费者线上购物习惯培育不成熟和到家配送成本高等因素制约，导致目前多数生鲜电商企业仍处于亏损状态，终端渠道份额也仅有 2.5%。长期来看，各类创新模式之争尚不构成主要矛盾，未来行业核心逻辑仍在于对农贸市场的替代。我们认为，相较而言，现代超市深耕生鲜领域已久，在上游生产基地直采布局和仓储物流配套方面已建立先发优势（优质生产基地属于行业稀缺资源且难以被复制）和规模优势，叠加经验丰富的买手团队，共同构筑了超市龙头在生鲜经营中的核心竞争优势。

● 重点推荐生鲜供应链优势突出的超市龙头：永辉超市、家家悦

疫情期间，超市企业在民生基础保障上显现出较大社会价值。我们认为，随着消费者生鲜消费习惯的逐步改变和后续“农改超”政策的加快推进，生鲜超市龙头企业凭借自身供应链优势在未来生鲜经营竞争中胜率更高，重点推荐：

永辉超市：公司深耕生鲜运营近 20 年，凭借高比例直采模式、强大冷链仓储系统和组织制度优化，在供应链和门店经营效率方面已构筑竞争优势。目前，公司重新聚焦云超主业，持续推进门店扩张与全国化布局，核心竞争力仍在增强。

家家悦：公司作为胶东超市龙头，同样以高直采比例（超过 80%）、完善物流仓储基地布局和中央厨房等构建生鲜经营壁垒。近年来，公司也积极推进门店扩张和并购，进军省外后有望进一步打开成长空间。

● 风险提示：疫情导致消费疲软；行业竞争加剧；企业经营人工、物流成本增加。

目 录

1、 生鲜市场广阔，消费者对生鲜品质和购买体验需求提升.....	4
1.1、 生鲜消费刚需、高频，国内市场规模广阔	4
1.2、 传统农贸市场为生鲜消费主要渠道，超市渠道渗透率在持续提升	5
1.3、 消费者画像：年轻化趋势显著，对生鲜品质和购买体验需求提升	6
2、 传统生鲜物流中间环节多、损耗高，直采成解决痛点关键.....	8
2.1、 生鲜供应上游分散，种植地域性明显	8
2.2、 传统生鲜物流中间环节多、损耗高，终端加价高.....	9
2.3、 发展直采模式减少中间环节，成为解决生鲜供应链痛点关键.....	10
3、 生鲜行业新业态迭出，对农贸市场替代是行业长期主旋律.....	12
3.1、 传统农贸市场及现代超市构成生鲜消费主要渠道.....	12
3.2、 生鲜电商发展迅速，行业盈利模式尚不清晰.....	14
3.3、 社区生鲜业态也在加速发展，门店数量普遍较少	17
3.4、 对农贸市场的替代是行业长期核心逻辑，供应链是竞争关键要素	19
4、 生鲜主题投资标的：永辉超市、家家悦	19
4.1、 永辉超市：核心竞争力突出的全国生鲜超市龙头.....	19
4.2、 家家悦：胶东生鲜超市龙头，生鲜经营经验丰富	21
5、 风险提示	23

图表目录

图 1： 生鲜主要包括蔬菜、水果等六个品类	4
图 2： 蔬果、肉禽蛋在生鲜销售额中占比较高（2018 年）	4
图 3： 居民每周购买各类生鲜频次较高	4
图 4： 2018 年生鲜市场规模近 5 万亿元	4
图 5： 生鲜终端消费渠道中，超市渗透率逐年提升	5
图 6： 大型超市相对菜市场具有众多优势	5
图 7： 2010 年以来必需消费品线上渗透率提升趋势，生鲜品类最不明显.....	6
图 8： 生鲜消费客单价多在百元以内	6
图 9： 25-34 岁生鲜消费者占比最高	6
图 10： 消费者对于生鲜食品是否新鲜、产品质量等方面关注度较高.....	7
图 11： 线上配送范围 1-3 公里占比最高	7
图 12： 生鲜电商用户多集中于一二线城市	7
图 13： 我国农业从业人员（万人）远高于美国（2018）	8
图 14： 中美农业人均耕地面积（亩/人）相差较大（2018）	8
图 15： 国内有 5 个主要的蔬菜生产基地	8
图 16： 生鲜长距离运输需冷链系统保障新鲜度	8
图 17： 传统农产品物流模式中间环节多	9
图 18： 国内生鲜品冷藏流通率远低于发达国家（2018）	9
图 19： 国内生鲜损耗率显著高于发达国家（2018）	9
图 20： 生鲜产品终端加价倍率高	10
图 21： 现代超市生鲜物流方式可以降低中间环节	11
图 22： 生鲜行业内玩家丰富，多种渠道共存竞争	12

图 23: 国内农贸市场为生鲜消费的最大渠道	13
图 24: 农贸市场购物环境差, 产品质量安全难以保障	13
图 25: 美国现代超市为生鲜消费主要渠道	13
图 26: 超市购物环境整洁、售后服务完善	13
图 27: 生鲜电商行业发展迅速, 预计 2019 年规模近 2600 亿元	14
图 28: 生鲜电商主要有三种类型	15
图 29: 前置仓模式火热, 提供更快捷到家服务	16
图 30: 生鲜电商行业普遍处于亏损状态	16
图 31: 国内垂直生鲜电商行业 CR5 明显提升	16
图 32: 钱大妈经营生鲜以新鲜为特色	17
图 33: 永辉 mini 生鲜品类比重在 60% 以上	17
图 34: 近年来国内社区生鲜业态发展迅速	17
图 35: 社区生鲜店包括生鲜加强型社区超市、生鲜折扣店等四种主流业态	18
图 36: 社区生鲜门店规模普遍较小	18
图 37: 行业内 38% 的社区生鲜品牌尚处于亏损状态	18
图 38: 食品用品及生鲜品类构成公司收入主要来源	19
图 39: A 股超市公司中永辉生鲜收入占比最高	19
图 40: 公司近五年营业收入 CAGR 达到 18%	20
图 41: 公司近五年归母净利润 CAGR 达到 15%	20
图 42: 公司深度参与上游农户生产	20
图 43: 公司采用“全国统采+区域直采”结合的模式	20
图 44: 公司经营以大卖场和综合超市为主体的多种业态	21
图 45: 公司生鲜业务毛利率较高	21
图 46: 公司自 2016 年上市后营业收入加速增长	21
图 47: 公司 2019 年前三季度归母净利润同比增长 17%	21
图 48: 公司与全国多个生鲜基地签订采购协议, 源头采购占比超过 80%	22
表 1: 永辉超市通过入股上游供应商获取稳定货源	11
表 2: 多年来各级政府机构持续推进国内“农改超”进程	14
表 3: 生鲜主题重点推荐标的: 永辉超市、家家悦	22

1、生鲜市场广阔，消费者对生鲜品质和购买体验需求提升

1.1、生鲜消费刚需、高频，国内市场规模广阔

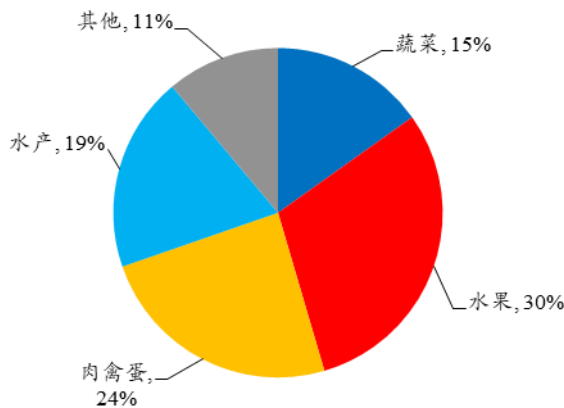
生鲜主要包括六个品类，其中蔬菜水果、肉禽蛋和水产在销售额中占比较高。生鲜是指未经烹调、制作等深加工过程，只需进行必要保鲜和简单处理就可上架出售的初级产品，以及部分进行现场加工品类的统称，具体包括水果、蔬菜、肉禽蛋、水产品、蛋糕及熟食凉菜六大品类，一般保质期较短且需要低温储存。根据欧睿数据，2018年在国内生鲜消费结构中，蔬菜水果、肉禽蛋和水产品的销售额占比分别为45%、24%和19%，是最重要的生鲜消费品类。

图1：生鲜主要包括蔬菜、水果等六个品类



资料来源：第一财经商业、开源证券研究所

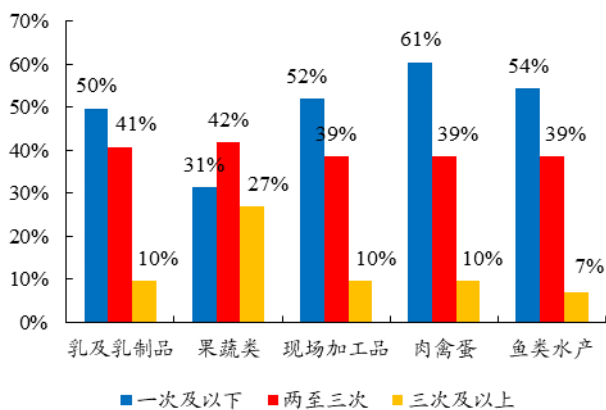
图2：蔬菜、肉禽蛋在生鲜销售额中占比较高（2018年）



数据来源：欧睿、开源证券研究所

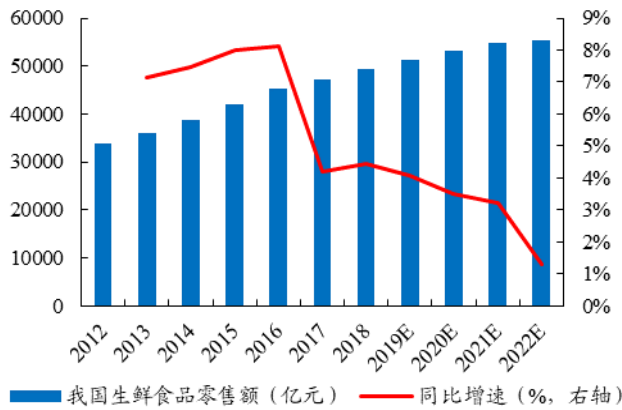
生鲜消费存在刚需、高频特点，国内市场规模广阔且仍然保持增长。果蔬、肉禽蛋等生鲜品类具有刚需、高频的消费特点，在生活中几乎不可或缺。根据艾媒咨询统计，2019年居民每周购买各类生鲜两至三次的占比约为40%，其中又以果蔬购买频次最高，每周购买两至三次的居民占比为42%，而购买超过三次的居民占比也达到27%。高频需求、居民收入提升驱动的消费升级以及国内庞大的人口基数，共同造就了生鲜消费广阔的市场规模。根据欧睿统计，2018年国内生鲜食品零售额为4.93万亿元，过去五年平均复合增速为6.5%。

图3：居民每周购买各类生鲜频次较高



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图4：2018年生鲜市场规模近5万亿元



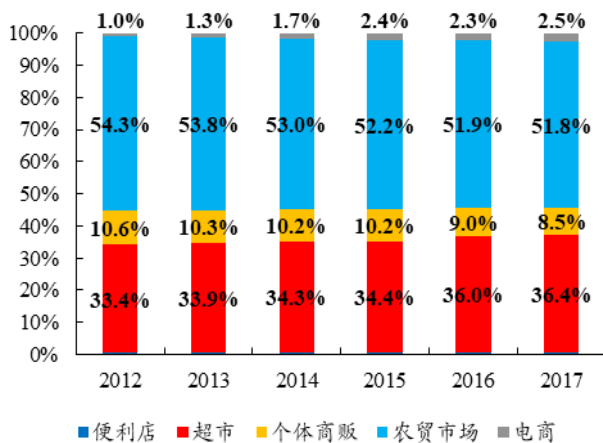
数据来源：欧睿、开源证券研究所

1.2、传统农贸市场为生鲜消费主要渠道，超市渠道渗透率在持续提升

生鲜消费渠道方面，传统农贸市场份额仍然最高，但大型超市占比在持续提升。生鲜消费渠道主要包括农贸市场、超市、便利店、生鲜电商和个体商贩等。目前农贸市场仍然是生鲜消费的最主要渠道，市场份额超过一半，但近年来已有逐渐下滑。取而代之的是超市板块，根据欧睿统计，2017年超市渠道渗透率已提升至36.4%，市场份额位居第二。此外个体商贩也占据了8.5%的市场份额，但也呈现逐年下降的趋势。农贸市场与个体商贩都属于传统渠道，经营抗风险能力弱、从生鲜供应链末端采购是两者区别于其他现代渠道的最大特点。此外，生鲜电商和便利店渠道份额分别为2.5%/0.8%，占比仍然较低。

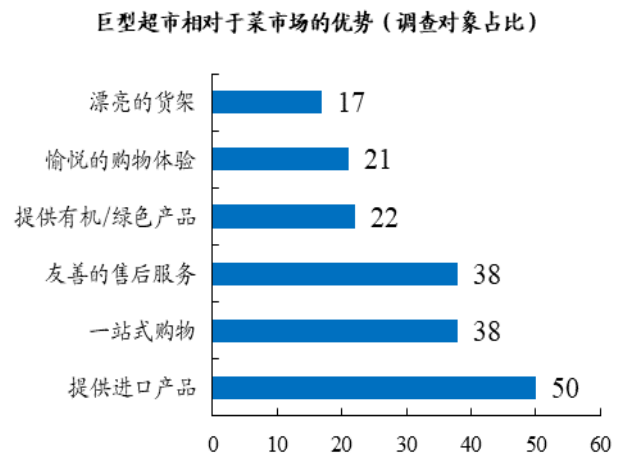
生鲜消费中，超市渠道具有便利、购物体验好和提供高品质产品供应的优势。根据麦肯锡在2019年进行的线下采访，偏好超市的生鲜消费者主要基于以下三方面考虑：1) 便利性：超市中除了生鲜产品还可以购买其他品类；对于生活在城区的消费者，大卖场和社区超市相比于菜市场网点数量更多，距离也更近；同时部分超市提供送货到家服务。2) 购物体验：相比于菜市场，超市环境更加干净整洁，售后服务也更完善，由此带给消费者更好的购物体验；3) 高品质产品：在消费升级的大环境下，进口产品、有机产品和绿色产品逐渐占领消费者心智，而超市在此类产品供应上具有一定优势。

图5：生鲜终端消费渠道中，超市渗透率逐年提升



数据来源：欧睿、开源证券研究所

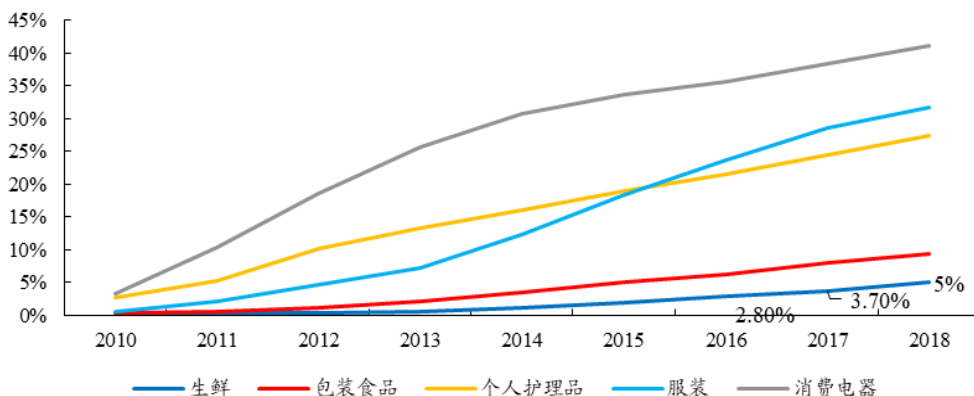
图6：大型超市相对菜市场具有众多优势



数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

生鲜品类受电商冲击最小且复购率高，因此逐渐成为线下超市抵御线上渗透、获客引流的重要武器。近年来，线上电商快速发展对传统零售业造成了较大冲击，但生鲜品类不易保存、物流成本高、损耗高等特点天然形成了电商渗透的障碍，因此也就成为了受电商冲击较小的品类之一。根据欧睿统计，生鲜品类的线上渗透率近10年来仅从0.3%提升至5%，而同期其他生活必须品类线上渗透率增长均明显高于生鲜，如家用电器、服装等线上渗透率已超过30%。同时与其他品类相比，生鲜品类的另一大特点是复购率较高，根据波士顿咨询数据，60%的消费者在购买生鲜产品会交叉购买其他品类，因此，生鲜也逐渐成为了线下零售商引流的重要品类。目前，线下超市通过加大生鲜品类布局，从而稳住其他高毛利率产品销售，已成为明显经营趋势。

图7：2010年以来必需消费品线上渗透率提升趋势，生鲜品类最不明显

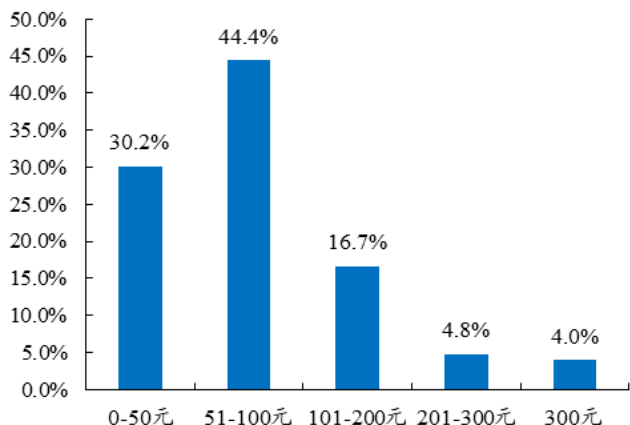


数据来源：欧睿、开源证券研究所

1.3、消费者画像：年轻化趋势显著，对生鲜品质和购买体验需求提升

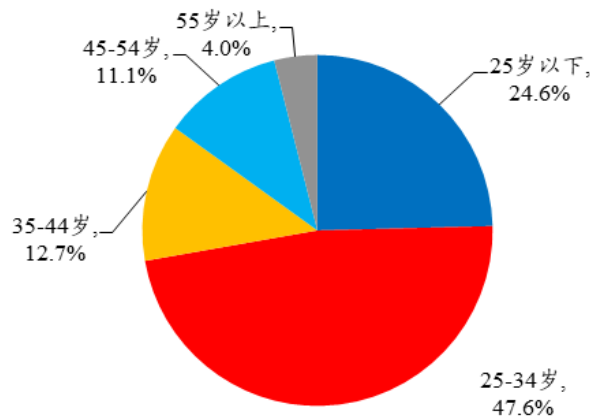
生鲜消费客单价多在百元以内，消费者年龄结构中 25-34 岁占比最高。根据前瞻产业研究院的统计数据，生鲜消费单笔订单额在 51-100 元以内的占比 44.4%，百元以内的订单合计占比达 74.4%，生鲜品类为民生基础食品，客单价普遍不高。而在生鲜消费者年龄结构方面，25-34 岁的中青年占比 47.6%，25 岁以下占比 24.6%，整体来看生鲜消费用户呈现出年轻化的趋势。

图8：生鲜消费客单价多在百元以内



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图9：25-34岁生鲜消费者占比最高



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

消费者对生鲜品质诉求越来越高，重点关注新鲜度和产品质量。消费升级趋势下，人们对生鲜产品质量要求越来越高。同时由于生鲜消费者呈现年轻化趋势，年轻人对价格更不敏感，而更加重视新鲜度、购物环境、消费体验以及购物便利性等因素。根据尼尔森咨询 2019 年对生鲜购物者的趋势研究，在决定购买蔬菜、水果、水产、主食面点、奶制品等多个生鲜品类上，“是否新鲜”在重要性评分上几乎都得最高，且显著高于其他因素，说明消费者对生鲜品质的诉求越来越高。此外，其他重要的考虑因素有品类丰富度、购买便利性、是否无公害以及口味等。在被调查的 10 个品类上，只有在肉禽的购买上，价格因素排名进入第三，显示出消费者对价格的敏感程度在弱化。

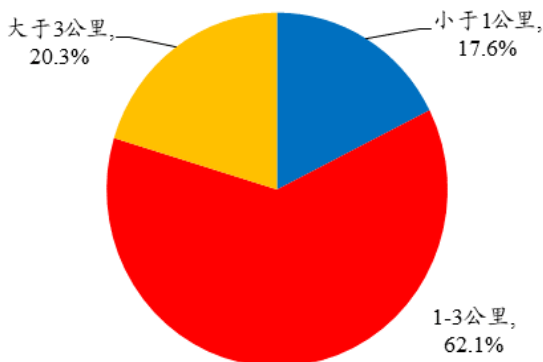
图10: 消费者对于生鲜食品是否新鲜、产品质量等方面关注度较高

食品类别	关注点	关注度 (%)
蔬菜	蔬菜是否新鲜	79
	蔬菜是否当季	58
	是否无公害/有机蔬菜	46
水果	我关注是否新鲜	73
	我会关注水果的甜度和熟度	51
	我会关注水果是否当季	49
奶制品	是否最新鲜	56
	知名奶品品牌	49
	营养成分	48
肉禽	品相是否新鲜	74
	是否有检疫证明公示	47
	价格是否优惠	36
蛋类	是否新鲜	74
	生产日期	44
	蛋的类别 (是否土鸡蛋/无公害鸡蛋)	43
水产	是否新鲜/鲜活	77
	品种丰富度	45
	是否是应季水产	42
主食/面点	生产日期新	60
	购买的便利性	42
	品种丰富度	40
熟食	食品安全	60
	食品质量	59
	口味	53
南北货	生产日期新	51
	口味	49
	品种丰富度	41
面包/糕点	食品质量	58
	口味	57
	食品安全	56

资料来源: 尼尔森《2019年生鲜购物者趋势研究》、开源证券研究所

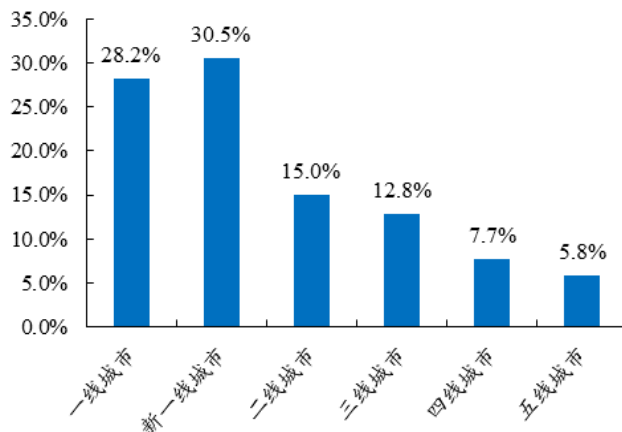
消费者对便利性需求增加, 高收入地区客户更愿意线上下单、配送到家。伴随生鲜消费群体的年轻化, 用户对配送的便利性需求更高, 年轻用户生活节奏更快, 更倾向于在线上下单并选择配送到家。根据 Fastdata 数据统计, 生鲜线上订单的配送距离在 1-3 公里内的占比最高, 达到 62.1%, 而大于三公里的只有 20.3%。短途配送的高占比显示消费者对生鲜消费便利性需求较大。而随着收入水平提升, 生鲜消费者对于便利性的需求也会相应增加。根据 Mob 研究院统计数据, 在生鲜电商用户中, 来自一线/新一线/二线的分别占比 28.2%/30.5%/15.0%, 合计达到 73.3%。一二线城市居民收入较高, 生活节奏更快, 更愿意为便利性支付更高溢价; 同时物流配送的成熟也为这些地区的及时配送提供了可能。

图11: 线上配送范围 1-3 公里占比最高



数据来源: Fastdata、开源证券研究所

图12: 生鲜电商用户多集中于一二线城市



数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

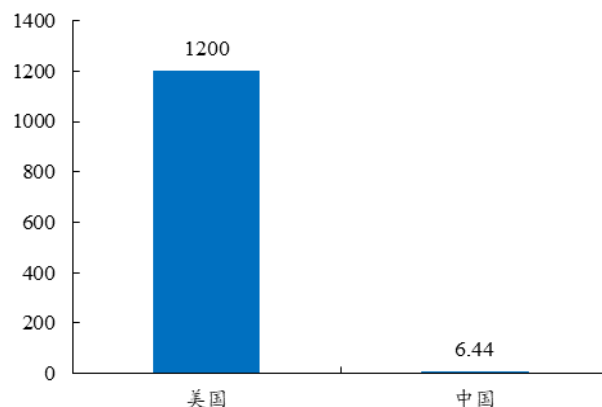
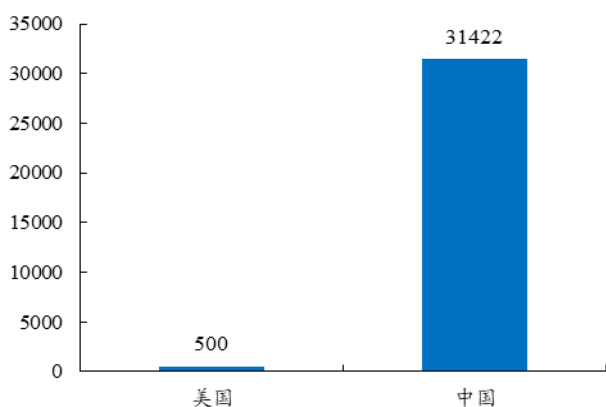
2、传统生鲜物流中间环节多、损耗高，直采成解决痛点关键

2.1、生鲜供应上游分散，种植地域性明显

生鲜供应上游分散，产品标准化程度低。我国农业生产上游非常分散，行业长期以小农生产模式为主导，规模化的生产基地占比较少。农产品的种植过程中，从品类、种子品种的选择、施肥时间、化肥种类以及期间的养护都不尽相同，导致产成品的标准化程度较低，给生鲜的规模采购带来了困难。根据前瞻产业研究院的数据，2018年我国农业从业人数为3.14亿，同期美国只有500万人，相差超过60倍。对应的我国农业人均耕地面积只有6.44亩，与美国的1200亩/人相差悬殊。小农生产的特点从源头上决定了国内生鲜难以标准化的特点。

图13: 我国农业从业人数(万人)远高于美国(2018)

图14: 中美农业人均耕地面积(亩/人)相差较大(2018)



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

生鲜种植地域性明显，长距离运输需要冷链保障。由于生长所需的温度、湿度、光照等环境条件不尽相同，果蔬产品适种区域具有较大差异。以蔬菜为例，国内目前主要有5个生产基地，为满足消费者需求的多样性，部分蔬菜品类需要以“南菜北运”、“西果东送”的方式完成跨地域购销。由于生鲜易腐烂的特点，在长距离的运输过程中，需要通过冷藏或者冷冻专用车来保障新鲜度，同时在储存过程中，需要配备冷库实现对生鲜农产品的恒温储存。

图15: 国内有5个主要的蔬菜生产基地

图16: 生鲜长距离运输需冷链系统保障新鲜度



资料来源: 新浪财经

资料来源: 新浪财经

2.2、传统生鲜物流中间环节多、损耗高，终端加价高

传统农产品物流模式中间环节多。由于上游种植农户集中度低、种植地域分散、产品标准化程度低等原因，终端生鲜零售商难以深入最前端进行规模化的采购。源产地的采购一般由当地的农村经纪商去完成，收购完成后在当地的批发市场出售。然后经由运输商人运输至销售地批发市场，经过销地二级、三级批发等之后到达菜市场、社区超市等直接面向终端消费者的业态。由于各层级均有专业化分工，终端零售商试图越过层级时，往往面临着信息不对称、仓储物流成本较高等难点。

图17：传统农产品物流模式中间环节多

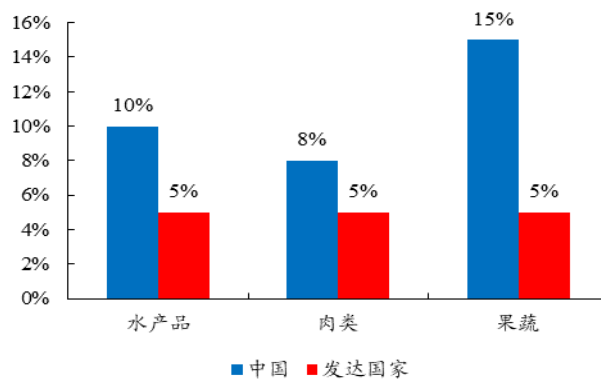
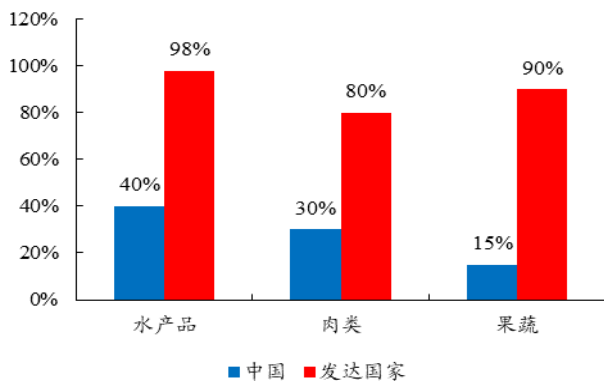


资料来源：任青青《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》、开源证券研究所

国内生鲜冷藏流通率低，损耗率显著高于发达国家。生鲜由于不易保存的特点，在运输中每次搬卸的过程都会形成损耗。同时由于国内在冷链基础设施上的落后，导致生鲜损耗率显著高于国外。根据前瞻产业研究院数据，2018年我国在果蔬品类上的冷藏流通率只有15%，远低于发达国家的90%。对应我国在果蔬品类上的损耗率为15%，是同期发达国家的三倍。而在水产品、肉类等生鲜品类上，国内在冷藏流通率、损耗率上的表现也比发达国家要差。

图18：国内生鲜品冷藏流通率远低于发达国家（2018）

图19：国内生鲜损耗率显著高于发达国家（2018）



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

传统生鲜物流中间环节多、损耗高，导致产品的终端加价倍数高。传统生鲜物流模式多中间环节导致的层层加价、长距离运输的物流成本、以及由于多次搬卸和冷链缺乏带来的高损耗，共同导致生鲜产品的终端价格远高于产地出售价格。以大白菜为例，根据深圳南山地区市场档口的调研，大白菜在生产基地的对外出售价格是0.4-0.7元/斤，在进入流通后的第一个环节即由生产基地流向产地批发市场时，由于农户专业知识缺乏、冷链基础设施不足、产品需要预处理等原因，导致生鲜损耗率较高，达到20-30%。这一环节大白菜加价50%左右。而从产地批发市场运向销地批发市场时，由于距离较远需承担较多的物流成本，并在搬卸过程中发生一定的损耗，大白菜到达销地批发市场的价格在1.3-1.8元之间，相比前一环节继续加价80%左右。最终经过销地二批（或三批）到达农贸市场，终端大白菜的价格约为2.5元/斤，相比产地价格加价了近4-6倍。

图20: 生鲜产品终端加价倍率高

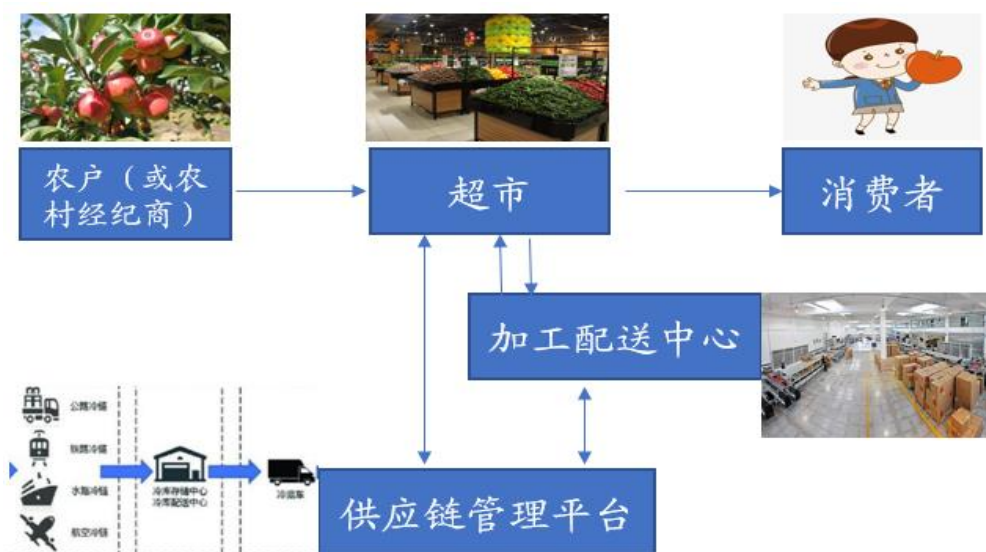


数据来源：深圳南山等市场档口、开源证券研究所

2.3、发展直采模式减少中间环节，成为解决生鲜供应链痛点关键

现代超市生鲜物流模式可以大幅减少中间环节。对于采购规模较大的超市来说，通过直接对接农户采购（下简称直采）可以发挥规模优势。通过上游与农户对接，中游布局仓储物流网络，可以最大化减少中间环节，减低采购成本。同时由于采购发生环节越靠近最前端，也有利于生鲜供应的稳定。直采除了要求仓储物流布局之外，同时上游优质生产基地资源也至关重要。狭义上的直采指的是最前端从生产基地进行采购，但由于部分零售商难以获得充足的优质生产基地，也会从靠近供应前端的农村经纪商手中进行采购。

图21: 现代超市生鲜物流方式可以降低中间环节



资料来源: 任青青《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》、开源证券研究所

龙头超市通过深度绑定上游供应商，建立起生鲜供应上的显著优势。生鲜超市龙头永辉超市和家家悦的生鲜采购均深入到了源头。如永辉通过建立农业种植合作基地的方式，实行包销到户，以确定的成本锁定生鲜产品供应，同时保障了农户的产出销路，实现双赢。此外公司还通过大手笔入股方式获取上游优质供应链资源，如福州颐玖叁叁、达曼国际、星源农牧、国联水厂等供应链公司，设计豆制品、牲畜、果蔬以及水产品等多个品类，在减少采购中间环节的同时，保障了产品的稳定供应。目前，永辉超市的商品直采比例高达70%，在行业中处于领先地位。

表1: 永辉超市通过入股上游供应商获取稳定货源

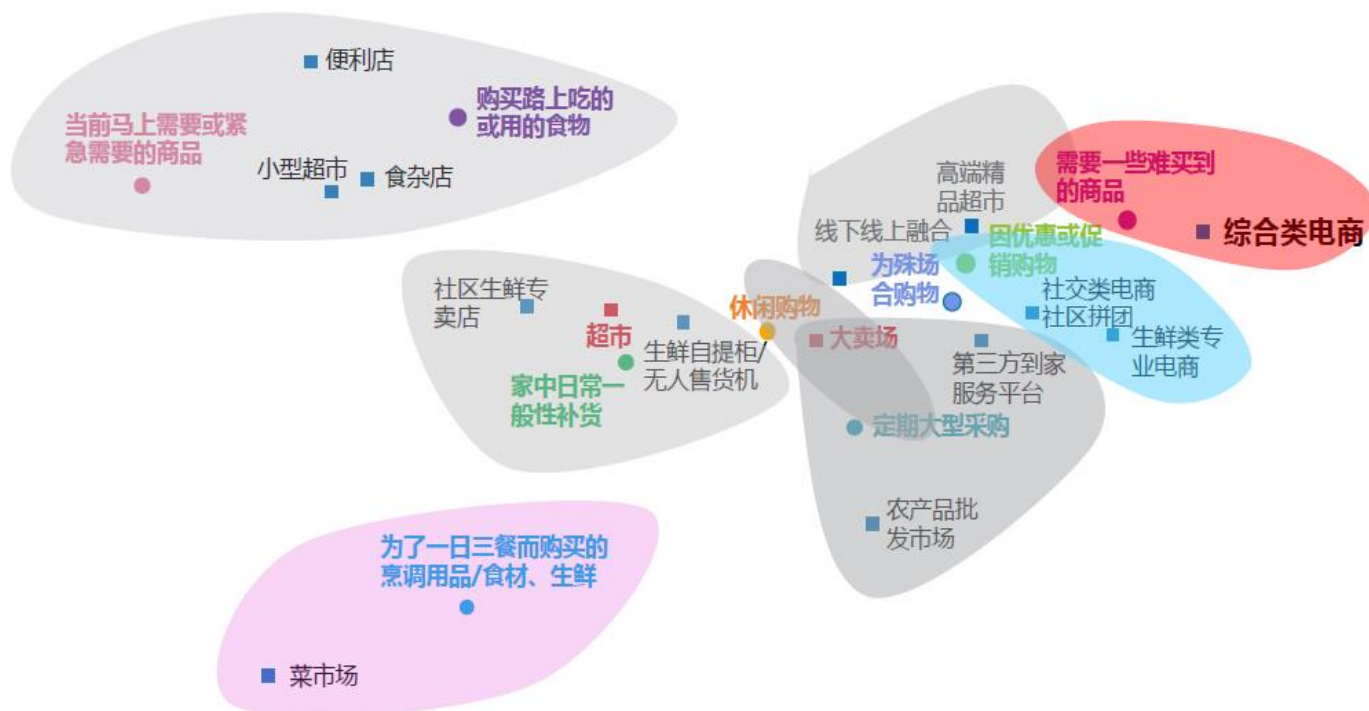
公司	主营业务	持股比例
富平永辉	柿子种植与加工	72.97%
福州颐玖叁叁	豆制品	42%
达曼国际	自有品牌、零售服务商	40%
希杰富乐味永辉	韩国食品	30%
四川永创耀辉	泸州老窖采购	30%
北京友谊使者	茅台酒采购	20%
福建省星源农牧	生猪养殖、蔬果生产	20%
湘村高科	湘村黑猪养殖和销售	20%
福建闽威实业	鲜鱼水产品 & 鱼加工食品	19.64%
国联水产	水产全产业链、进出口	10.29%
牛奶国际	奶制品等	是永辉大股东

资料来源: 永辉超市公司公告、开源证券研究所

3、生鲜行业新业态迭出，对农贸市场替代是行业长期主旋律

生鲜行业内玩家丰富，多种渠道共存。在传统农贸市场和现代超市渠道之外，消费者多元化的需求以及行业内资本助力催生了生鲜电商以及社区生鲜等业态涌现、发展。其中生鲜电商主要有三种类型，以天猫生鲜、京东生鲜为代表的综合类电商，以易果生鲜、顺丰优选等为代表的专注生鲜食品类的垂直型电商平台，以及以每日优鲜、叮咚买菜为代表的垂直生鲜电商。而社区生鲜业态则以贴近社区、高生鲜品类占比为特点，同时提供线上线下一体化消费体验，如钱大妈、百果园等。目前行业内多种模式百家争鸣，每种模式都有自身差异化的客户群体以及竞争优势，预计这种多渠道共存的状态在未来一段时间内仍将继续保持。

图22：生鲜行业内玩家丰富，多种渠道共存竞争

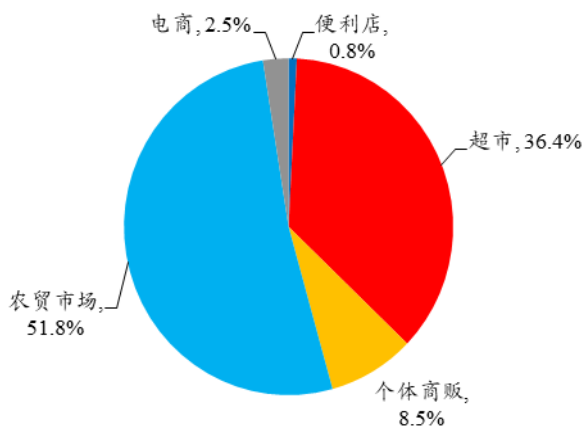


资料来源：京东研究院

3.1、传统农贸市场及现代超市构成生鲜消费主要渠道

国内农贸市场是生鲜消费主要渠道，但发展存在较多痛点。受历史遗留因素影响，农贸市场一直是我国生鲜消费的主要渠道，根据欧睿统计，2017年农贸市场渠道在生鲜消费中占比达到51.8%，而现代超市渠道为36.4%。尽管农贸市场市场份额较高，但其发展存在较多痛点。农贸市场采用的仍是传统生鲜物流模式，供应链效率低，相比直采模式终端加价高。同时相比于现代超市渠道的经营主体多为大型公司，农贸市场多为个人摊贩，对农产品价格的波动承受能力低，因而产品的供应保障实力较弱。2020年新冠疫情期间，多数农贸市场关停，但超市继续营业，也可以看出农贸市场在供应稳定性上的劣势。此外，农贸市场的购物环境较差，层层分销的链级模式导致产品难以溯源、质量安全无法得到保障。

图23: 国内农贸市场为生鲜消费的最大渠道



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

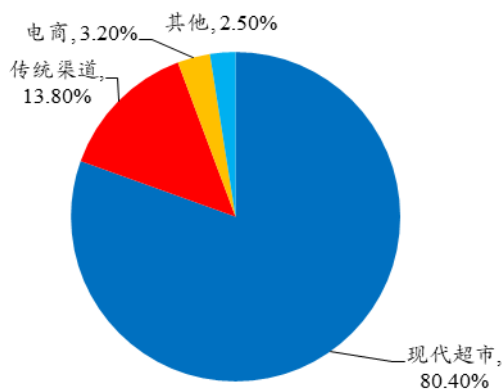
图24: 农贸市场购物环境差, 产品质量安全难以保障



资料来源: 网易财经

对农贸市场的替代将是生鲜行业中长期最重要的逻辑。根据欧睿统计, 当前美国生鲜消费渠道中, 现代超市占比 80.4% 为绝对主导, 而以农贸市场、夫妻店为代表的传统渠道占比仅为 13.8%, 与国内生鲜消费渠道情况差异较大。美国农业机械化程度高, 多为规划化生产, 同时冷链系统完备, 为现代超市生鲜流通模式提供了便利。超市渠道具有购物环境整洁、产品质量可溯源性好、售后服务完备等优势, 同时由于直采程度高, 价格方面具有竞争力, 相对农贸市场具有多种优势。

图25: 美国现代超市为生鲜消费主要渠道



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

图26: 超市购物环境整洁、售后服务完善



资料来源: 网易财经

本次疫情有望加快“农改超”政策推进进程。“农改超”指将传统农贸市场升级为生活超市的过程, 政府推动“农改超”的目的主要是针对农贸市场中食品安全缺乏保障、环境卫生差和随意加价乱象的弊端。国内的“农改超”进程自 2001 年 7 月率先从武汉开始启动, 此后多个政府部门相继发布政策推进, 但“农改超”在全国实行的效果不尽理想, 主要的阻碍有改造资金不足、供应链建设难度大、地方群众消费习惯根深蒂固导致政策执行遇到困难等。此次新冠疫情暴露出农贸市场在食品安全以及供应保障上的较大缺陷, 而超市疫情期间继续营业, 在民生保障上发挥出较大的社会价值, 后续有望引起相关政策的进一步加码, 加快“农改超”的进程。

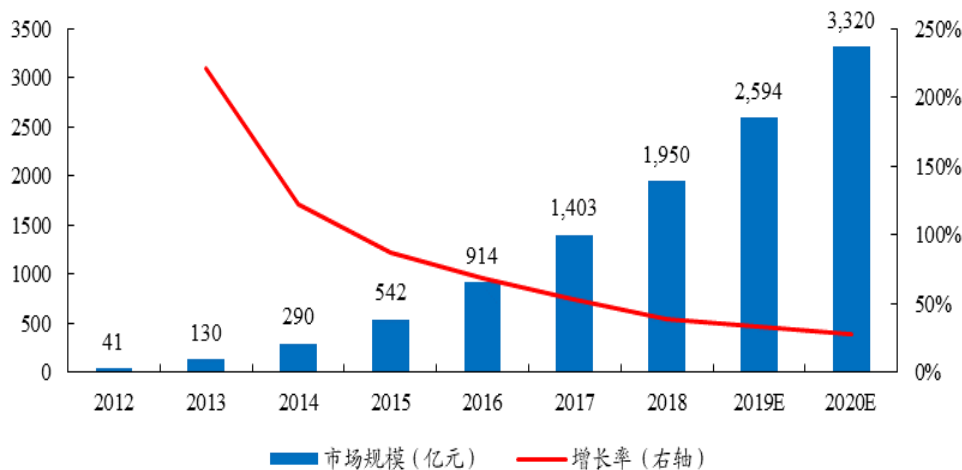
表2: 多年来各级政府机构持续推进国内“农改超”进程

时间	发布机构	文件	内容
2003.12	国务院	《中共中央国务院关于促进农民增收若干政策的意见》	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成超市，支持农业龙头企业到城市开办农产品超市，逐步把网络延伸到城市社区
2006.12	农业部	《“十一五”时期全国农产品市场体系建设规划》	继续在有条件的地方积极推行“农改超”，提升市场档次
2009.05	国务院	《国务院关于当前稳定农业发展促进农民增收的意见》	继续支持骨干农产品批发市场进行升级改造，加快培育大型农产品流通企业，支持大型连锁超市开展“农超对接”
2012.2	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见》	积极推进“农超对接”、“农校对接”、“农社对接”等流通方式，推动实施对合作社在城市社区建立直销店。
2014.5	农业部	《关于创新机制扎实推进农村扶贫开发工作的意见》	抓好农超对接、流通追溯体系建设。继续推动大型连锁企业与农民合作社对接，做好“农超对接进万村”培训。

资料来源：各级政府官网、开源证券研究所

3.2、生鲜电商发展迅速，行业盈利模式尚不清晰

生鲜电商行业发展迅速，规模已近 2600 亿元。生鲜电商指利用互联网平台，通过自建物流或者第三方物流的模式为消费者提供生鲜产品的模式。近年来随着资本和巨头的加入与新型消费模式的挖掘，生鲜电商行业发展迅速，根据 Mob 研究院数据统计，预计 2019 年生鲜电商规模近 2600 亿元，近 5 年平均复合增速达到 55%。

图27: 生鲜电商行业发展迅速，预计 2019 年规模近 2600 亿元


数据来源：Mob 研究院、开源证券研究所

国内生鲜电商主要有综合电商平台、垂直电商平台、垂直生鲜电商三种类型。第一种模式是由传统的综合电商平台拓展生鲜品类发展而来，如天猫、京东等，该种模式的优势在于品类较为齐全，同时由于平台用户数较多、流量较大，获客成本相对较低，但劣势在于配送时间较长，消费体验差。第二种模式为垂直电商平台如京东到家、多点等，该种模式由于平台投入较高的物流仓储建设，因而相对综合电商平台配

送速度更快，但劣势在于平台难以把控第三方商家的产品质量，同时物流成本投入相对较高。第三种模式为垂直生鲜电商模式，如叮咚买菜、每日优鲜等，一般为商家自营多种生鲜品类，配送通过自建物流或者第三方物流，该模式能更好的把控产品质量，但获客难度更高、前期物流仓储的投入要求更大。

图28: 生鲜电商主要有三种类型



资料来源: 艾瑞咨询

垂直生鲜电商中以前置仓模式生鲜电商发展最为火热。近些年以每日优鲜、叮咚买菜为代表的前置仓模式生鲜电商发展火热。根据 36 氪，上线于 2017 年 5 月的叮咚买菜，目前已经在上海、深圳、杭州、苏州、无锡等城市布局了超过 550 个前置仓，2019 年日均订单量超过 50 万单，全年交易额突破 50 亿元。一个典型的前置仓，通常位于社区周边 3km 以内、面积在几百平米左右，仓库本身不作为门店开放，当客户在线上 APP 上下单后，由骑手在 30 分钟内将商品送至客户手中。

但前置仓模式也存在缺乏线上线下一体化消费体验、获客成本高、损耗高等痛点。前置仓模式尽管在配送上更加便捷，但目前行业内玩家盈利模式尚未跑通。除了前期大规模建设前置仓的资本开支以外，该模式仍有以下痛点：1) 前置仓模式难以提供线上线下一体化消费体验：马云提出的新零售概念中，一个关键因素就是提供更好的体验，但由于前置仓模式只是一个配送仓库，在门店体验上存在天然缺陷；2) 获客成本相对较高：由于没有门店自然客流，也不像综合电商平台又有较大的流量优势，前置仓 APP 一般只能通过广告、补贴、地推方式获客，成本相对较高，同时用户粘性具有不确定性；3) 损耗率相对较高：由于不具有一般门店的晚高峰客流处理生鲜尾货，在同等运营水平下，前置仓模式的损耗率可能更高。

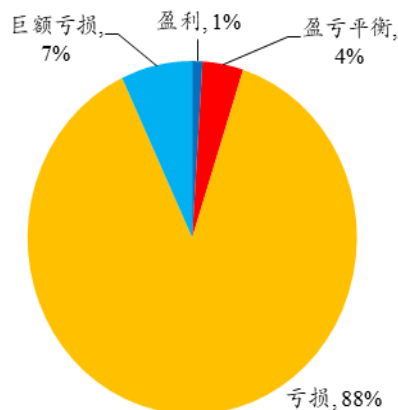
图29: 前置仓模式火热, 提供更快捷到家服务



资料来源: 艾媒咨询

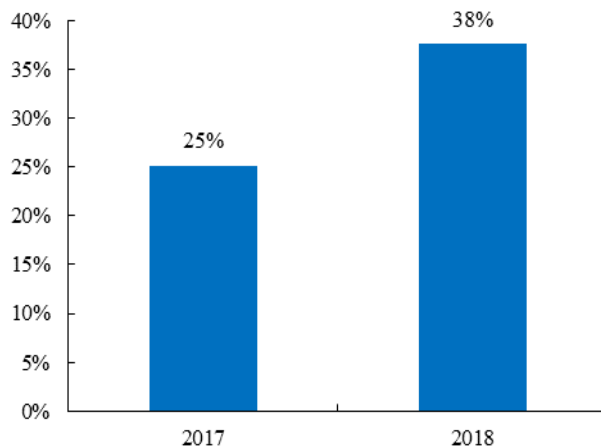
生鲜电商企业目前多数仍处于亏损状态, 市场加速向头部玩家集中。生鲜品类的低毛利率、高损耗、消费者线上购买生鲜习惯培育尚不成熟、较高的到家配送成本等痛点, 导致生鲜电商企业目前普遍处于亏损状态。根据电子商务研究中心统计, 2018年在4000多家生鲜电商企业中, 仅有1%实现了盈利, 95%的企业都在亏损。近年来在资本的助力下, 一大批生鲜电商企业跑马圈地, 但随着呆萝卜、妙生活等生鲜电商接连破产倒闭, 市场也将加速向头部玩家集中。根据艾瑞咨询统计, 2018年国内垂直生鲜电商行业CR5(前五大玩家行业份额合计)为38%, 较2017年的25%显著提升。行业加速整合后, 头部玩家的订单密度有望提升, 也将有利于盈利模式的逐渐清晰化。

图30: 生鲜电商行业普遍处于亏损状态



数据来源: 电子商务研究中心、开源证券研究所

图31: 国内垂直生鲜电商行业 CR5 明显提升



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

3.3、社区生鲜业态也在加速发展，门店数量普遍较少

社区生鲜业态贴近社区，生鲜品类占比高，并提供线上线下一体化消费体验。社区生鲜店一般指面积在 50 平米~1000 平米、生鲜销售占比 30%以上、以服务社区为主的零售业态。社区生鲜店一般拥有对外开放经营的门店，但也会通过自营或者第三方平台开展到家业务，提供线上线下一体化消费体验。典型社区生鲜品牌如钱大妈，一般开在小区门口，SKU 约 500 个，以商品新鲜打造差异化。此外，传统大卖场如永辉超市也在 2018 年底开出了社区生鲜店永辉 mini，生鲜品类比重在 60%以上。

图32：钱大妈经营生鲜以新鲜为特色



资料来源：网易财经

图33：永辉 mini 生鲜品类比重在 60%以上



资料来源：第三只眼看零售

近年来国内社区生鲜业态加速发展，入局者背景多元化。国内社区生鲜业态爆发于 2015 年，根据经营连锁协会统计，成立于 2015/2016/2017/2018 年的分别有 10/10/11/9 家，合计占比超过 70%。分城市来看，社区生鲜品牌在江浙沪和广东地区最为密集，分别有 15/11 家。入局者除了传统实体零售企业之外，也有如康品汇等原先做线上的企业，也有像地利生鲜、温氏生鲜等从批发市场、农产品上游入局的社区生鲜业态。

图34：近年来国内社区生鲜业态发展迅速



资料来源：经营连锁协会

社区生鲜店包括生鲜加强型社区超市、生鲜折扣店等四种主流业态。社区生鲜的多种业态是逐渐迭代形成的。传统的社区超市通过增大生鲜品类的比重变成了生鲜加强型社区超市，这类业态与传统超市有较多相似点，如全品类销售、门店面积相对较大等；生鲜折扣店主打基本款生鲜，通过大规模采购降低成本，并向消费者提供低价生鲜，代表如生鲜传奇等；便利店+生鲜模式则是在便利店的品类基础上引入生鲜，并提供精装水果及净菜品种；最后是加盟模式社区菜店，这种业态通过精选品类降低SKU数量，提高周转率和品类新鲜度。

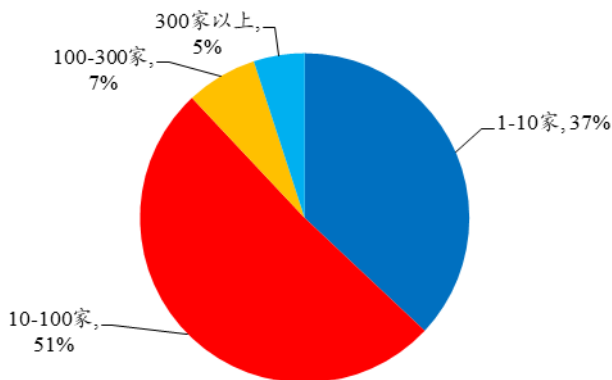
图35：社区生鲜店包括生鲜加强型社区超市、生鲜折扣店等四种主流业态

生鲜加强型社区超市	<ul style="list-style-type: none"> • 经营面积：数百平方米到上千平方米 • 商品结构：生鲜、包装食品、饮料、日用杂货等品类 • SKU数目：从数千到上万不等 	
生鲜折扣店模式	<ul style="list-style-type: none"> • 经营面积：300平方米左右 • 商品结构：以基本款生鲜品类为主打 • SKU数目：1600种左右 	
便利店+生鲜模式	<ul style="list-style-type: none"> • 经营面积：100-300平方米之间 • 商品结构：包装好的净菜和精品水果为主 • SKU数目：2000-4000种 	
加盟模式社区菜店	<ul style="list-style-type: none"> • 经营面积：数十平米到上百平方米 • 商品结构：集中在蔬菜、肉、烧腊、豆制品等几个大类 • SKU数目：500种左右 	

资料来源：经营连锁协会、开源证券研究所

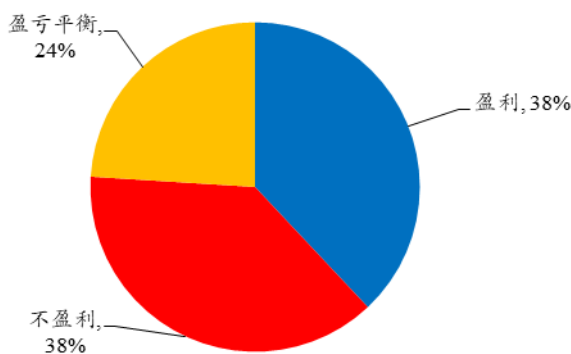
社区生鲜门店规模普遍较小，盈利情况显著优于生鲜电商行业。根据经营连锁协会2018年对74个生鲜品牌5368家门店的统计，目前行业内有88%的社区生鲜品牌门店数量在100家以内，门店数量超过300家的仅占5%，品牌规模普遍较小；另一方面，38%的门店实现了盈利，24%实现了盈亏平衡，相比生鲜电商行业（1%实现盈利，4%盈亏平衡）显著更高。

图36：社区生鲜门店规模普遍较小



数据来源：经营连锁协会、开源证券研究所

图37：行业内38%的社区生鲜品牌尚处于亏损状态



数据来源：经营连锁协会、开源证券研究所

3.4、对农贸市场的替代是行业长期核心逻辑，供应链是竞争关键要素

长期来看，生鲜行业的核心逻辑是对农贸市场的替代，而不是各种新模式之争。生鲜市场尽管规模近 5 万亿，但近年来增速明显放缓，行业已经进入存量市场。目前农贸市场渠道以过半的份额占据主导地位，但是由于传统生鲜物流方式效率低下、购物环境脏乱差、产品质量难以溯源等劣势，农贸市场份额占比逐年下滑，长期看，行业内其他渠道对农贸市场的替代空间广阔。相较而言，新业态如生鲜电商目前仅占终端渠道份额的 2.5%，占比较小，各种新模式之争尚不是行业的主要矛盾。

供应链能力是行业竞争关键要素，传统生鲜超市龙头凭借长期经营优势胜率更高。传统生鲜物流模式中间环节多、损耗高、终端加价倍数高，发展直采才能有效破解行业痛点。生鲜的低毛利率与高配送成本之间的矛盾导致生鲜电商目前普遍盈利困难，同时订单密度较低难以发挥直采的规模优势。传统生鲜超市龙头经营生鲜业务多年，在仓储物流设施配套尤其是优质生产基地的供应商具有先发优势，优质生产基地属于稀缺资源难以大规模复制，叠加经验丰富的买手团队构筑生鲜超市龙头核心壁垒。长期看传统生鲜超市龙头的胜率更高。

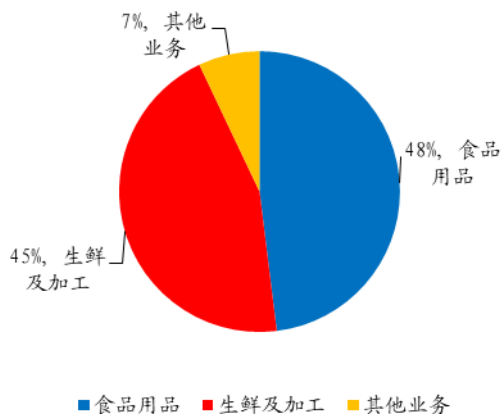
4、生鲜主题投资标的：永辉超市、家家悦

生鲜行业重点推荐供应链能力突出的生鲜超市龙头永辉超市、家家悦。2020 年新冠疫情期间，粮油食品、饮料等必选消费需求存在较强韧性，叠加 CPI（尤其是食品类 CPI）上涨因素，我们认为，主营必选消费品类超市业态短期经营业绩具备较强确定性；长期来看，疫情驱动消费者的生鲜消费习惯在逐渐改变，同时行业内食品质量、卫生标准的提高，也将推动超市对农贸市场替代的确定性进一步强化。超市行业内部来看，拥有强势生鲜供应链的龙头超市公司在商品供应上更有保障，疫情中的社会价值及投资价值凸显，重点推荐生鲜超市龙头永辉超市、家家悦。

4.1、永辉超市：核心竞争力突出的全国生鲜超市龙头

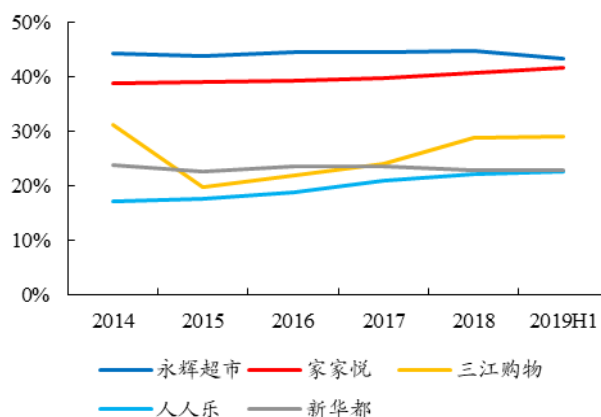
永辉超市是国内超市行业龙头，深耕生鲜品类经营近 20 年。公司 2001 年成立于福建，最早从传统农贸市场转型而来，在长期发展历程中，生鲜品类是公司实现差异化竞争优势的关键。自上市以来，生鲜品类在公司营业收入中占比常年维持在 40% 以上，在 A 股上市公司中生鲜收入比例最高。

图38：食品用品及生鲜品类构成公司收入主要来源



数据来源：永辉超市公司公告、开源证券研究所

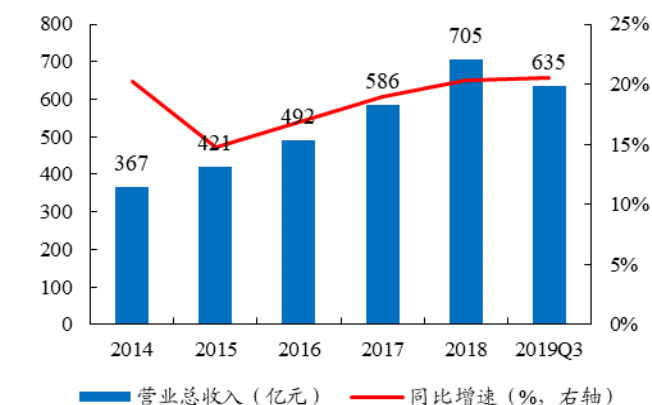
图39：A股超市公司中永辉超市生鲜收入占比最高



数据来源：永辉超市公司公告、开源证券研究所

近年来永辉超市收入利润保持快速增长。凭借快速的门店扩张，公司逐渐完成全国性布局，同时叠加运营管理方面的不断改善和永辉品牌知名度的持续提升，收入、业绩保持稳健增长。2018 年公司实现营业收入 705 亿元，实现归母净利润 14.8 亿元，近五年营业收入/净利润 CAGR 分别达到 18%/15%。2019 年前三季度，公司实现营业收入 635 亿元，同比增长 20.6%，实现归母净利润 15.4 亿元，同比增长 51.1%，其中，股权激励费用减少和亏损云创业务出表是业绩端高增长的重要原因。

图40：公司近五年营业收入 CAGR 达到 18%



数据来源：永辉超市公司公告、开源证券研究所

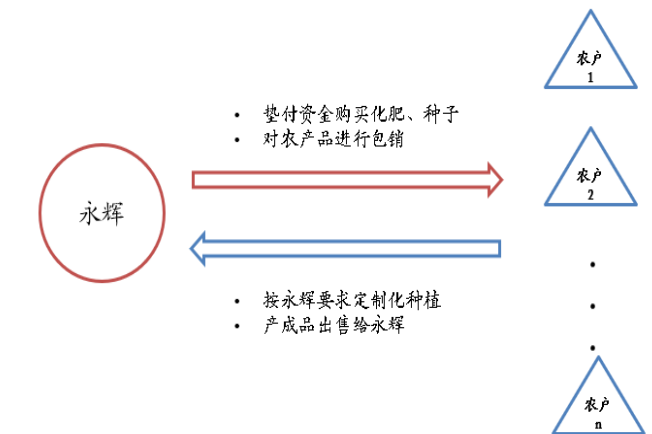
图41：公司近五年归母净利润 CAGR 达到 15%



数据来源：永辉超市公司公告、开源证券研究所

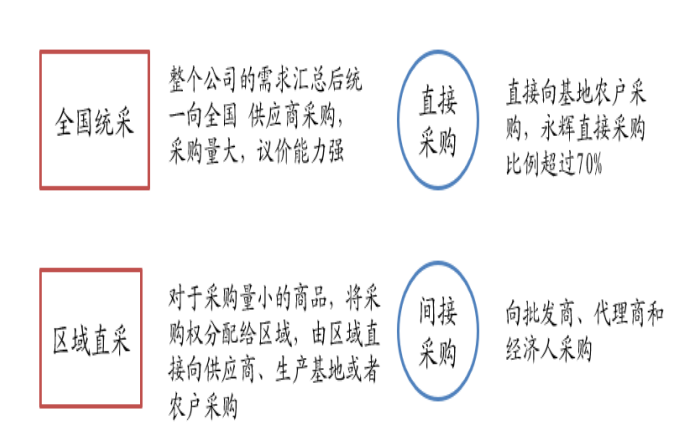
深度绑定上游农户，通过“全国统采+区域直采”模式，有效降低采购成本、保持新鲜度。在长期的生鲜运营过程中，公司建立起了强大的生鲜供应链体系，具体来看包括以下战略：1) 深度参与绑定上游农户：随着公司经营规模增大，供应端的稳定愈发重要。公司通过建立农业种植合作基地的方式，实行包销到户，以确定的成本锁定生鲜产品供应，同时保障了农户的产出销路，实现双赢。另外，由于公司订单规模较大，也可以实现农田的定制化生产。2) 建立了完善的全国性生鲜统采和区域直采体系：目前在生鲜品类中，公司的全国统采和区域直采比例达到 70%。按照直接采购和间接采购划分，公司在生鲜中直接采购的比例超过 70%，是区别于国内同行业公司核心竞争力所在。直采最大程度地减少了“产地—门店—消费者”的中间环节，降低了物流、仓储和损耗成本，在保持生鲜新鲜度的同时也实现了价格优势。

图42：公司深度参与上游农户生产



资料来源：永辉超市公司公告、开源证券研究所

图43：公司采用“全国统采+区域直采”结合的模式



资料来源：永辉超市公司公告、开源证券研究所

4.2、家家悦：胶东生鲜超市龙头，生鲜经营经验丰富

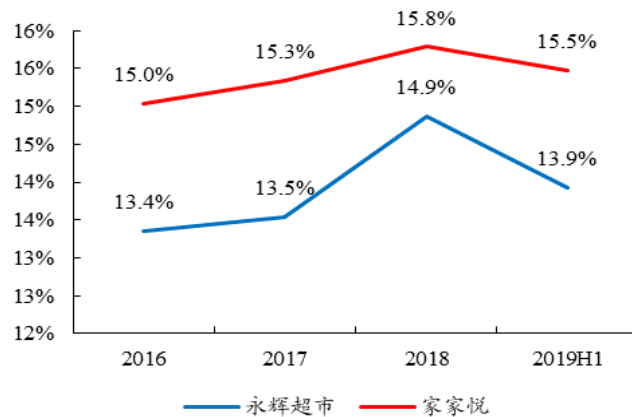
家家悦为胶东地区超市龙头，生鲜竞争优势显著。公司坚持多业态并举发展战略，目前已经形成了以大卖场和综合超市为主体，专业店、百货店、便利店为有效补充的格局。截至2019上半年，公司拥有大卖场123家，综合超市551家、百货店13家、便利店13家、宝宝悦等专业店58家公司。作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，公司在长期生鲜品类经营中构筑了显著的竞争优势。在超市生鲜业务上，行业内向来有着“南永辉，北家家悦”的说法。多年来公司生鲜板块占收入比重在40%左右，在A股上市超市中仅次于永辉超市，且近年来两者差距逐渐收窄。公司生鲜业务毛利率与永辉超市相比较高，且仍有扩大差距趋势。2019年前三季度，公司生鲜毛利率为15.5%，高出永辉超市1.6个百分点。

图44：公司经营以大卖场和综合超市为主体的多种业态

图45：公司生鲜业务毛利率较高



资料来源：家家悦公司官网、开源证券研究所

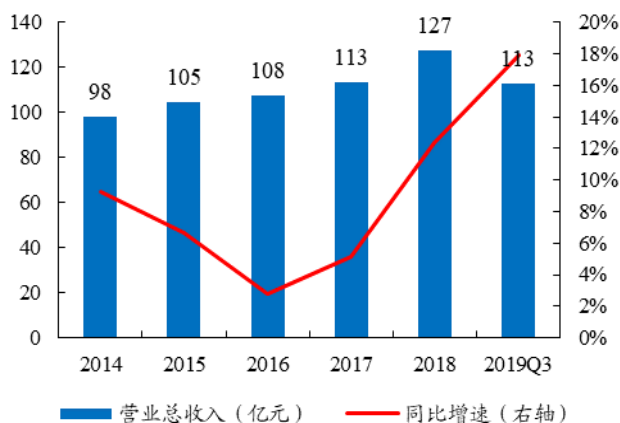


数据来源：家家悦公司公告、开源证券研究所

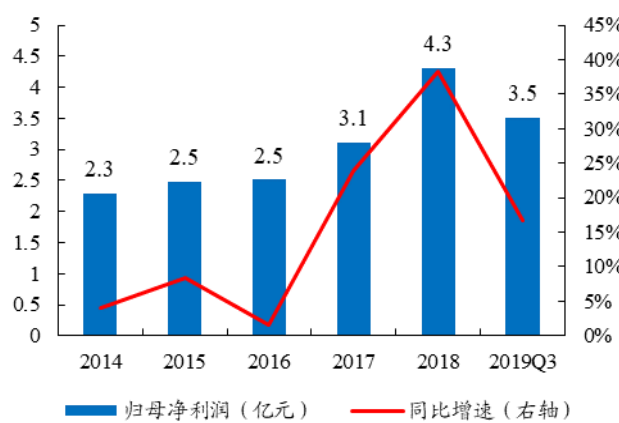
上市以来家家悦业绩加速成长。2016年底上市之后，公司利用募集资金进一步完善了物流仓储等基础设施建设并加快线下门店扩张，收入、利润取得快速增长。2018年公司实现营业收入127亿元，同比增长12%，其中生鲜板块收入51.8亿元、食品日化洗板块收入55.6亿元、百货板块收入10.9亿元；实现归母净利润4.3亿元，同比增长38%。2019年前三季度，公司实现营业收入113亿元，同比增长18%；实现归母净利润3.5亿元，同比增长17%，业绩增长稳健。

图46：公司自2016年上市后营业收入加速增长

图47：公司2019年前三季度归母净利润同比增长17%



数据来源：家家悦公司公告、开源证券研究所



数据来源：家家悦公司公告、开源证券研究所

家家悦生鲜采购主要采用基地直供的方式，源头采购占比超过 80%。公司与遍布全国的多个合作社或养殖场建立了合作关系并签订长期合作协议，定期组织专家对合作基地提供技术支持、实地巡检，并对基地产品享有优先购买权。截至目前，公司已经建立了覆盖全国 20 多个省市的采购网络，并培养了经验丰富的买手团队。此外，在国内基地采购日益成熟的基础上，公司积极开拓国外渠道，与南美洲、欧洲、东南亚等地的多个供应商建立了合作关系，引进国外优势生鲜商品，与国内基地互为补充。目前公司生鲜基地源头采购占比超过 80%，通过这种模式，公司显著降低了生鲜农产品在“购、运、储、销”等环节的损耗，提升了农产品的盈利空间。

图48: 公司与全国多个生鲜基地签订采购协议，源头采购占比超过 80%



资料来源：家家悦招股说明书

家家悦坚持“发展连锁，物流先行”战略，坚持自建物流配送体系。目前公司已经建成覆盖山东全省的一体化物流配送网络，拥有 3 处现代化常温配送中心和 5 处生鲜物流配送中心，实现杂货、生鲜两套配送体系独立运作，具备了商品 2.5 小时配送到店的能力，杂货日均吞吐量达 21 万件、生鲜日均吞吐量超过 1400 吨。公司成熟的区域物流配送体系保证了公司能够将店面深入到省内各个区域，延伸至乡镇农村，并保证物流对覆盖门店的高效配送服务，支持公司门店的深度扩张。

家家悦通过门店自建和外延并购，加速省内外扩张，开启全国布局。公司立足胶东地区，近年来加速在山东省中西部拓展门店，2016-2018 年分别在省内其他地区新开门店 1/6/17 家，进入济南、临沂、枣庄、淄博等城市；另一方面，公司通过并购方式进军省外市场，相继收购河北张家口福悦祥、安徽乐新商贸，推进全国化布局进程。

表3: 生鲜主题重点推荐标的：永辉超市、家家悦

公司代码	公司名称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601933.SH	永辉超市	买入	938	9.80	0.22	0.30	0.38	44	33	25
603708.SH	家家悦	买入	189	31.07	0.82	0.95	1.11	38	33	28

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/4/2，EPS 和 PE 数据为开源证券预测数据）

5、风险提示

受疫情影响，消费整体疲软；

资本持续涌入，行业新玩家持续增多，导致行业竞争加剧；

疫情导致企业经营人力、物流成本增加，影响公司经营业绩。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835