

行业研究/深度研究

2017年08月07日

行业评级：

商业贸易	增持（维持）
零售 II	增持（维持）

许世刚 执业证书编号：S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

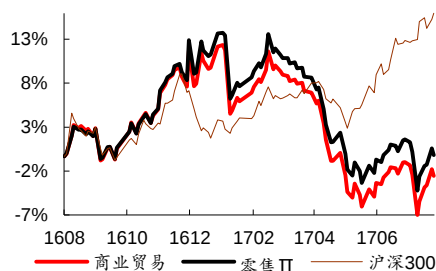
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《商业贸易：生鲜流通研究之农贸市场经营模式》2017.08
- 2《苏宁云商(002024,增持)：亮眼的不仅是中报业绩超预期》2017.07
- 3《商业贸易：利群股份供应链优势突出》2017.07

行业走势图



资料来源：Wind

生鲜零售全景：正在变宽的长赛道

“穿越消费周期”系列新型商业模式研究之五

生鲜产品特性：零售总额超4万亿，引流价值突出

生鲜为居民日常饮食必需品。根据 Euromonitor 数据，2016 年我国生鲜零售总额达 4.57 万亿元，按此计算生鲜零售总额在社零总额中的占比高达 13.8%。由于生鲜保质期短且消费者需求刚性，生鲜具有较高的复购率，因而具备较强的引流效应，对其他品类销售增长具有明显的带动作用。因此，生鲜经营能力越来越成为线下商超乃至电商发展的关键因素。

生鲜产业链：上游生产集中度低，流通环节改善空间较大

我国为生鲜农产品生产大国，但以农民个体户生产为主，生产集中度十分低下，产品呈现出较高的非标准化特征。而我国生鲜消费市场庞大，终端零售商则需要品质稳定、标准化程度较高的产品。我国生鲜农产品“小农户，大市场”的矛盾使得其需要庞大的流通环节以对生鲜农产品起到集散、分销的作用。目前农户→产地采购商（菜贩子）→销地批发商（批发市场）→零售终端的流通体系仍为我国生鲜农产品流通的主要方式。此外，我国冷链物流建设十分落后，与发达国家存在较大差距。层级繁多的流通环节与落后的冷链建设使得生鲜在流通环节的损耗率高居不下，亟待改善。

生鲜零售变迁：本质在于对流通环节的不断优化

我们以生鲜零售终端变迁过程为线索，对农贸市场、生鲜超市、生鲜电商、生鲜 O2O 等业态的出现原因、商业模式、优缺点等方面进行了详细的分析，发现每一次零售终端新业态的本质均在于其对生鲜流通环节的优化。农贸市场的出现取代了原计划经济模式，使得生鲜的流通更具效率；生鲜超市的发展则基于农超对接模式的不断成熟，从而缩短了农户至超市之间的流通环节；生鲜电商亟待降低冷链配送成本，自提柜、前置仓等模式均为对生鲜配送方式的优化；O2O 采取线上线下相结合的方式，将线下门店作为发货仓，其本质仍是对生鲜最后一公里流通方式的改善。

生鲜零售展望：顺应趋势演进模式，先求生存再谋发展

我们认为无论是农贸市场、生鲜超市还是生鲜电商（B2C 及 O2O），都将因其独特的需求场景而继续具备存在价值。对于线下生鲜零售渠道而言，能够对接“农超”缩短生鲜流通环节，同时掌握自主生鲜运营能力的泛超市将在线下生鲜零售中扮演越来越重要的角色。对于生鲜电商而言，模式更迭的本质在于解决两大核心问题：降低冷链配送成本与提高生鲜配送时效，因此我们既看好 B2C 的前置仓和自提柜的思路创新，也看好新兴自营 O2O，同时具有较强资源整合能力的合作 O2O 服务商也有希望走的更远。股票方面，建议关注永辉超市（“增持”）、家家悦（暂未覆盖）、宏辉果蔬（暂未覆盖）。

风险提示：宏观经济增幅大幅下滑；电商政策发生不利变化。

正文目录

生鲜：居民日常饮食高频必需品，引流能力强	5
零售总额超 4 万亿，占社零总额的比例超过 10%	5
刚需+高频消费，引流能力强	6
生鲜经营能力已成为商超乃至电商发展的关键因素	7
生鲜产业链简析：生产集中度低，流通环节改善空间大	8
上游生鲜农产品生产：产量庞大，集中度十分低下	8
中游生鲜农产品流通：层级众多，损耗率高为最大痛点	8
下游终端零售：传统农贸市场仍为主要渠道，超市、电商份额上升明显	10
缩短层级、降低损耗将成为生鲜流通渠道优化的关键	11
农贸市场：生鲜零售主要渠道，鲜活度高价格亲民为核心优势	12
统购统销制度的取消促使农贸市场出现	12
农贸市场核心优势：鲜活度高，价格亲民	12
农贸市场将继续作为我国生鲜零售主要渠道之一并长期存在	13
生鲜超市：农超对接持续发展，竞争力日益凸显	15
第一阶段：“农改超”不达预期，早期生鲜超市不敌农贸市场	15
传统生鲜超市三大劣势	15
第二阶段：“农超对接”模式逐步发展，超市生鲜经营能力逐步提升	16
农超对接四大模式	16
案例分析-宏辉果蔬：专业生鲜产品服务商，以品控为核心对接农超	18
第三阶段：经营能力分化，在生鲜供应链上占据优势的超市脱颖而出	21
案例分析-永辉超市：基地直采+专业买手，构建生鲜供应链核心壁垒	21
案例分析-钱大妈：新兴社区生鲜超市，定时打折模式获资本认可	23
看好能够缩短生鲜流通环节，同时掌握自主生鲜运营能力的生鲜超市	23
生鲜 B2C 电商：发展迅猛，但尚未有模式完整经历盈利考验	25
生鲜电商现状：规模快速增长，盈利能力仍需提升	25
生鲜电商渗透率快速增长，消费者满意度逐渐增强	25
生鲜电商频获资本青睐，但盈利能力仍较弱	26
大仓发货模式：冷链成本高配送时间长，盈利难度大	27
案例分析-易果生鲜：向 B2C +B2B 综合运营商转型	28
自提柜模式：集中配送降低成本，更便捷但也更“重”	29
案例分析-食行生鲜：以自提柜模式深耕江沪	29
前置仓模式：微仓挺进社区，SKU 受限影响规模扩张	30
案例分析-每日优鲜：前置微仓、精选 SKU 使每日优鲜率先盈利	30
看好自提柜和 B2C 前置仓模式下的思路创新	32
生鲜 O2O：线上线下打通成破题关键，相对看好新兴自营 O2O	33
合作 O2O 模式：配送效率大幅提升，生鲜品控较难解决	33
便利店 O2O：便利店生鲜经营能力不足，本来便利&爱鲜蜂相继停运	33
代买制：最后一公里物流方案解决者，生鲜品质/库存同步成为难点	34
自营 O2O 模式：新业态不断涌现，消费者体验上佳	34
案例分析-盒马鲜生：线下大店+一体化系统，体验良好且具备盈利能力	35
案例分析-大润发优鲜：背靠强大既有生鲜供应链，O2O 模式不断进化	36
新兴自营 O2O 模式消费者体验佳且具备盈利能力，看好盒马鲜生	37
产业梳理总结及股票投资建议	39

生鲜零售变迁：本质在于对流通环节的不断优化	39
生鲜零售展望：顺应趋势演进模式，先求生存再谋发展	39
股票投资建议：关注永辉超市、家家悦、宏辉果蔬	40

图表目录

图表 1：常见生鲜品类	5
图表 2：我国生鲜产品零售总量（2011-2016）	5
图表 3：我国生鲜产品零售总额（2011-2016）	5
图表 4：2016 年我国生鲜零售额分类占比	6
图表 5：中国消费者各品类购买频次（次/年）	6
图表 6：生鲜产品特性分析逻辑图	7
图表 7：中美两国农业从业人员估算（万人）	8
图表 8：中美两国农业从业人员人均耕地面积估算（亩）	8
图表 9：我国农产品主要流通渠道	9
图表 10：中国生鲜流通损耗率远高于发达国家	10
图表 11：中国生鲜冷藏流通率远低于美国与日本	10
图表 12：我国生鲜终端零售渠道占比（2012-2016）	10
图表 13：生鲜产业链解析逻辑图	11
图表 14：农贸市场商贩	12
图表 15：浦东金口菜市场 and 附近家乐福超市价格对比（对比时间：2017 年 8 月 3 日， 单位：元/斤）	13
图表 16：浦东金口菜市场刀豆价格	13
图表 17：家乐福超市刀豆价格	13
图表 18：生鲜零售终端之农贸市场分析逻辑图	14
图表 19：生鲜超市	15
图表 20：生鲜流通传统渠道	16
图表 21：“农超对接”模式生鲜流通渠道	16
图表 22：我国农民专业合作社数量及增速（2012-2015）	17
图表 23：我国入户农户数量、增速及占总农户数的比重（2012-2015）	17
图表 24：农超对接四大模式	17
图表 25：宏辉果蔬业务	18
图表 26：生鲜产品服务商业价值（以果蔬为例）	18
图表 27：生鲜产品服务对上下游产生的商业价值与社会效益	19
图表 28：公司各采购渠道采购金额占比（2013-2016H1）	19
图表 29：公司协议基地采购额占公司向农户及合作社采购总额的比例（2013-2016H1）	19
图表 30：宏辉果蔬业务流程示意图	20
图表 31：宏辉果蔬冷冻仓储系统概况（截止 2016H1）	20
图表 32：果蔬服务商在线下渠道中扮演的角色	21
图表 33：果蔬服务商在生鲜电商中扮演的角色	21
图表 34：永辉超市核心竞争力	21
图表 35：永辉生鲜业务收入占比远高于同行	22
图表 36：永辉生鲜业务毛利率高于同行	22
图表 37：永辉超市绿标店生鲜区	22
图表 38：永辉超市绿标店生鲜区	22
图表 39：永辉超市员工数量及增速（2012-2016）	23
图表 40：永辉超市人效及增速（2012-2016）	23
图表 41：钱大妈店面	23
图表 42：钱大妈每日折扣表	23
图表 43：生鲜零售终端之生鲜超市分析逻辑图	24
图表 44：生鲜电商发展历程	25
图表 45：近年来生鲜电商市场规模快速增长	25
图表 46：电商渠道在生鲜零售终端的占比迅速提升	25
图表 47：消费者对生鲜线上渠道的满意度高于线下渠道	26
图表 48：2016 年以来生鲜电商融资情况	26

图表 49:	2014 年生鲜电商盈利情况.....	27
图表 50:	生鲜电商市场份额 (2016Q3)	27
图表 51:	生鲜冷链物流的业务流程	27
图表 52:	生鲜电商单笔订单冷链配送成本情况	27
图表 53:	传统生鲜电商冷链仓配模式、运费及商品送达时间.....	28
图表 54:	安鲜达冷链仓配能力	28
图表 55:	易果生鲜财务信息估算 (以 2016 年 8 月访谈数据为基准)	29
图表 56:	天猫易果生鲜旗舰店	29
图表 57:	苏宁易购生鲜界面	29
图表 58:	食行生鲜 APP 订单操作界面	30
图表 59:	每日优鲜财务信息估算 (以 2016 年 12 月访谈数据为基准)	31
图表 60:	每日优鲜无人冷藏柜	31
图表 61:	生鲜零售终端之生鲜电商分析逻辑图	32
图表 62:	闪电购为商家提供冷风柜	34
图表 63:	多点 APP 生鲜页面	34
图表 64:	京东到家 APP 生鲜页面	34
图表 65:	线上订单盒马店内流程	35
图表 66:	盒马鲜生大宁店财务模型估算	36
图表 67:	大润发优鲜杨浦店配送范围	37
图表 68:	大润发优鲜销售品类	37
图表 69:	生鲜零售终端之生鲜 O2O 分析逻辑图	38
图表 70:	各生鲜终端业态优化的流通环节与方式	39
图表 71:	上市公司经营状况 (截止 2016 年)	40

生鲜：居民日常饮食高频必需品，引流能力强

生鲜是指未经烹调、制作等深加工过程，只做必要保鲜等初加工而出售的初级农产品（主要包括果蔬、肉类、水产，被称为“生鲜三品”），以及面包、熟食等现场加工品类的商品的统称。生鲜产品是广大消费者日常饮食的必需品，鲜活程度则是决定这些生鲜农产品价值的重要指标。

图表1：常见生鲜品类

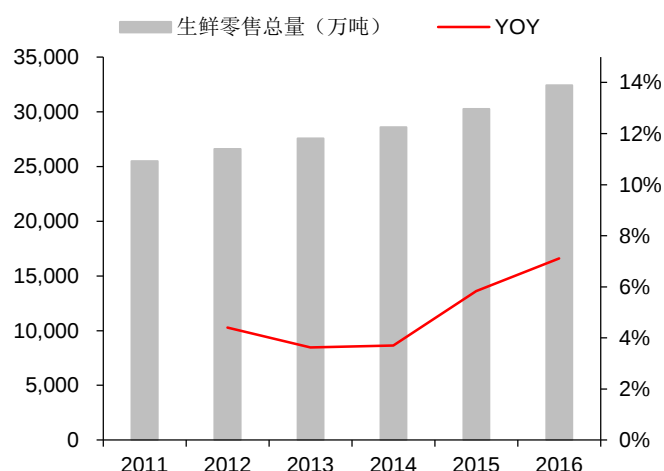


资料来源：视觉中国，华泰证券研究所

零售总额超4万亿，占社零总额的比例超过10%

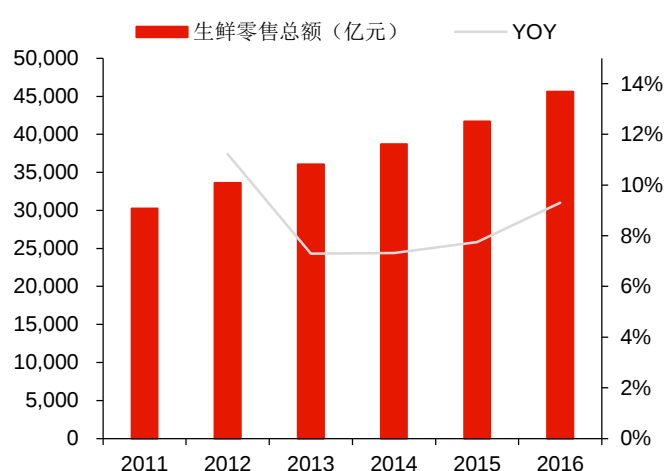
我国人口众多，生鲜作为居民日常饮食必需品，消费零售总额十分庞大。根据 Euromonitor 数据，2016 年我国生鲜产品零售总量 3.24 亿吨，零售总额 4.57 万亿元，同比 2015 年增长 9.30%，其中蔬菜类与水果类销量占比均超过 30%。根据国家统计局数据，2016 年我国社会消费品零售总额为 33.23 亿元，按此计算生鲜零售总额在社零总额中的占比高达 13.8%。

图表2：我国生鲜产品零售总量（2011-2016）



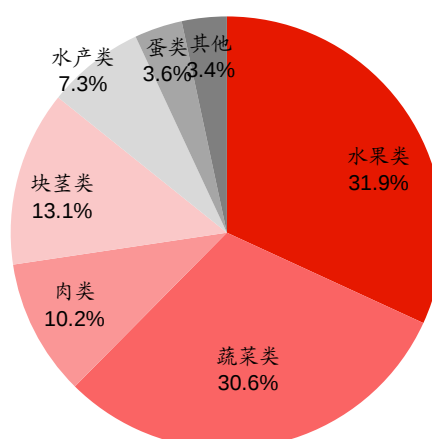
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表3：我国生鲜产品零售总额（2011-2016）



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表4： 2016 年我国生鲜零售额分类别占比

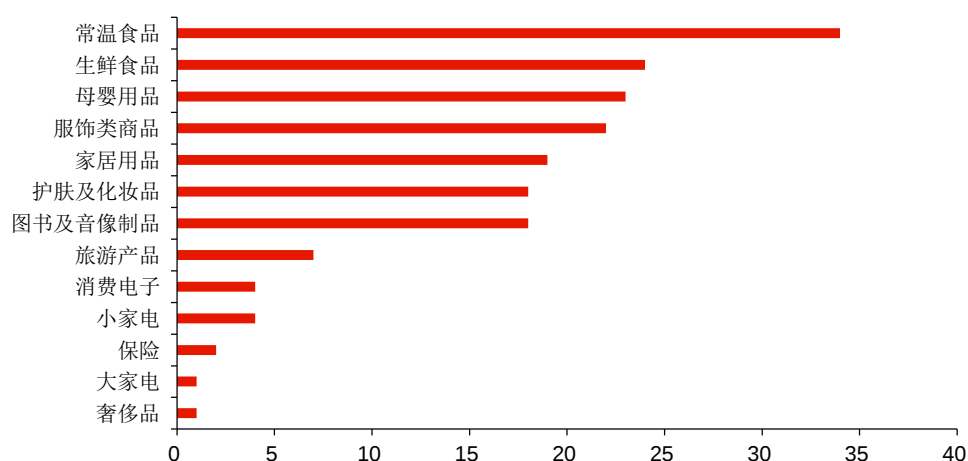


资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

刚需+高频消费，引流能力强

生鲜产品保质期短，消费者需求刚性，因此具有较高的复购率。根据 BCG 消费洞察智库（CCI）2016 年调研显示，中国消费者通过高频次购买生鲜来保证产品的新鲜度，36%的受访者表示他们每周购买新鲜蔬菜的次数超过 3 次，而每周 1 次及以下的受访者比例仅为 22%。此外，根据麦肯锡《2015 中国数字消费者调查报告》显示，中国消费者网购最频繁的品类为常温食品和生鲜食品，生鲜食品平均购买频次为 24 次/年，高于母婴用品类与服饰类。

图表5： 中国消费者各品类购买频次（次/年）



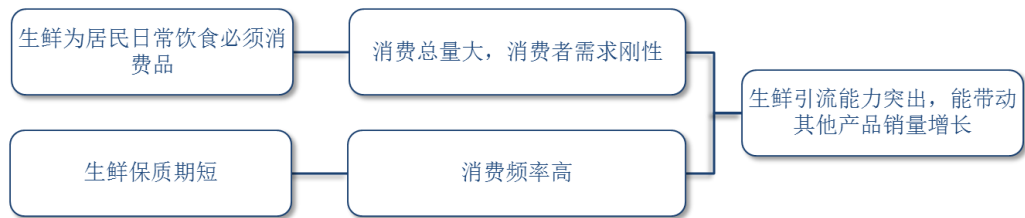
资料来源：《麦肯锡 2015 中国数字消费者调查》，华泰证券研究所

此外，生鲜具有较强的引流效应，对其他品类销售增长具有明显的带动作用。据 BCG 消费洞察智库（CCI）调研显示，60%的消费者表示在上一次购买生鲜产品时也购买了其他零售产品，这种协同效应对包装食品饮料、日用杂品、个护家清等品类尤其显著。

生鲜经营能力已成为商超乃至电商发展的关键因素

一方面，生鲜作为居民日常饮食必须消费品，具有消费总量大、消费者需求刚性的特性；另一方面，生鲜保质期短，消费者需要通过高频次购买生鲜来保证产品的新鲜度。因此，生鲜往往具备较强的引流效应，能带动其他产品销量增长。生鲜经营能力越来越成为商超乃至电商发展的关键因素。

图表6： 生鲜产品特性分析逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

生鲜产业链简析：生产集中度低，流通环节改善空间大

上游生鲜农产品生产：产量庞大，集中度十分低下

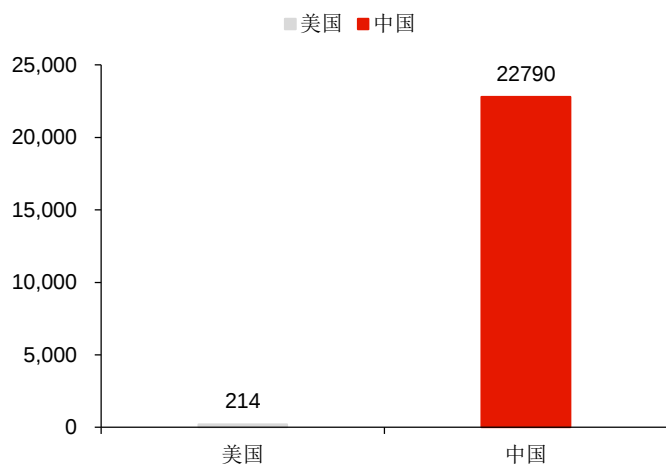
我国为农业大国，据国家统计局数据，2015年我国蔬菜产量7.69亿吨，水果产量2.74亿吨，均居世界第一。但我国上游农业生产仍以农民个体户生产为主，生产规模化程度低，集中度十分低下。

与人均耕地面积、人均农业户籍人口耕地面积等指标相比，人均农业从业人员耕地面积更能真实反映我国农业的生产规模化水平。根据国家统计局数据，2006年我国第一产业（农林牧渔业）就业人员约3.19亿人，此后第一产业从业人员数量连年下降，2014年就业人员下降至2.28亿人；根据《2015中国国土资源公报》，截止2015年末全国耕地面积为20.25亿亩，按此计算我国农业从业人员人均耕地面积约为9.25亩。

对比美国来看，根据美国劳工部数据，2004年美国农业（农林牧渔业）从业人员为211.13万人，2014年为213.83万人，从业人员仅为我国0.94%；根据美国农业部数据，2012年美国耕地总面积为3.90亿英亩（折合23.65亿亩），按此计算美国农业从业人员人均耕地面积约为1106亩，约为中国的120倍。

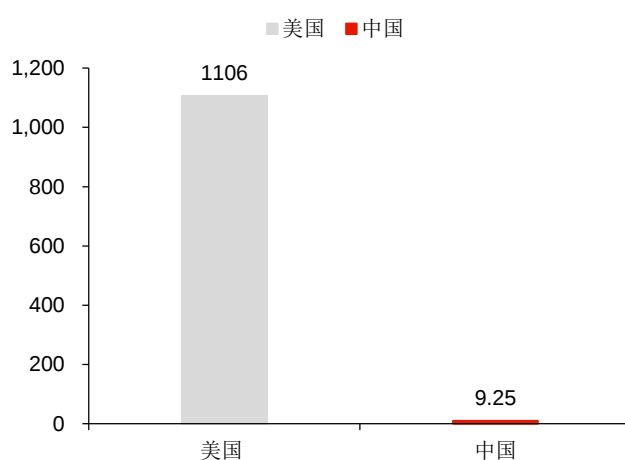
我国农业从业人员众多、生产效率低下的现状一方面由我国农业自动化程度低下造成，根本原因在于我国地少人多的基本国情。因此，我国生鲜农产品生产集中度低下的状况短期内将难以改变。

图表7：中美两国农业从业人员估算（万人）



资料来源：国家统计局，美国劳工部，华泰证券研究所

图表8：中美两国农业从业人员人均耕地面积估算（亩）



资料来源：国家统计局，《2015中国国土资源公报》，美国劳工部，美国农业部，华泰证券研究所

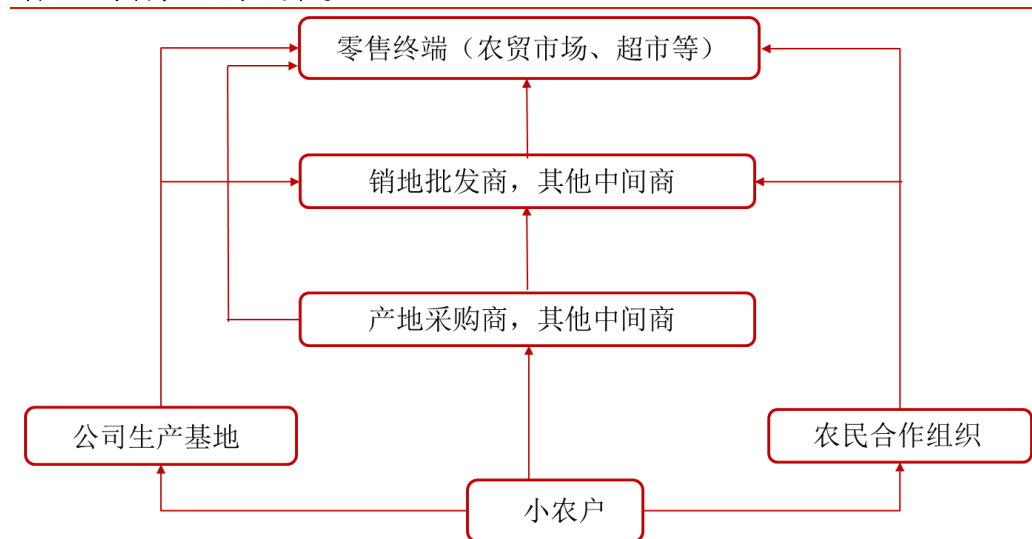
中游生鲜农产品流通：层级众多，损耗率高为最大痛点

由于我国生鲜农产品生产集中度十分低下，产品呈现出较高的非标准化特征。而我国生鲜消费市场庞大，终端零售商则需要品质稳定、标准化程度较高的产品。我国生鲜农产品“小农户，大市场”的矛盾使得其需要庞大的流通环节以对生鲜农产品起到集散、分销的作用。

我国生鲜农产品流通环节层级较多，参与者主要包括农户（生产者）、农民合作组织、产地采购商（菜贩子）、销地批发商（批发市场）等。目前农户→产地采购商（菜贩子）→销地批发商（批发市场）→零售终端的流通体系仍为我国生鲜农产品流通的主要方式，采购商首先从产地进行生鲜农产品收购，再通过常温物流运至农产品批发市场进行一级批发和二级批发，最终运至农贸市场等零售终端销售给消费者。

而随着超市等规模化、品质化的终端渠道的发展，基地直采等新型流通方式也开始出现。基地直采一般由生鲜超市等企业与基地所在地村委会签订基地管理协议，由公司指导农户进行种植规范管理，农户出产的优质生鲜优先售予公司。

图表9：我国农产品主要流通渠道



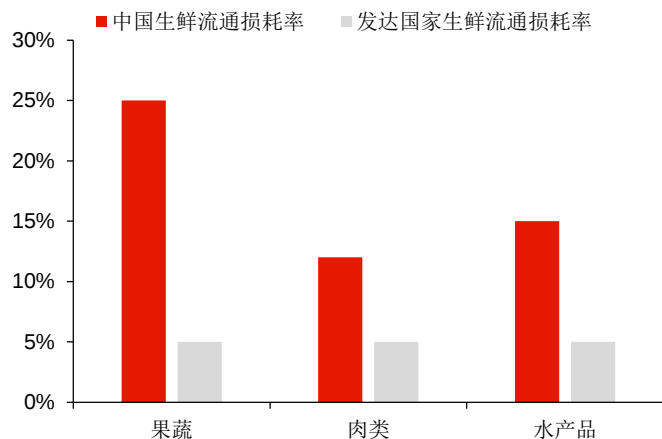
资料来源：华泰证券研究所

我国生鲜流通的最大痛点在于损耗率居高不下。根据中国农产品流通产业发展报告（2014），我国果蔬、肉类、水产品流通损耗率分别高达 25%、12%、15%，而欧美发达国家仅为 5% 左右。2012 年我国水果、蔬菜消费量分别为 5,457.57 万吨及 13,433.34 万吨，占总产量的比例分别为 22.69% 及 18.95%，再除去用于深加工的部分，仍有大部分产品未能实现价值交换。

损耗高的主要原因之一在于我国冷链物流建设落后。农产品冷链物流是指使肉、禽、水产、蔬菜、水果、蛋等生鲜农产品从产地采收（或屠宰、捕捞）后，在产品加工、贮藏、运输、销售等环节始终处于适宜的低温控制环境下，最大程度地保证产品品质和质量安全、减少损耗、防止污染的特殊供应链系统。尽管近年来我国冷链物流发展迅速，但与欧美发达国家相比仍比较落后。以冷藏车保有量为例，2014 年我国公路冷藏车保有量为 7.6 万辆，低于日本（15 万辆）与美国（25 万辆），人均保有量则更低。我国水产品、肉类、果蔬冷藏流通率分别为 40%、30% 和 15%，但全程冷链覆盖率分别仅为 23%、15% 和 5%，而日本、美国生鲜品冷藏流通率可分别高达 98% 以及 80%~90%。

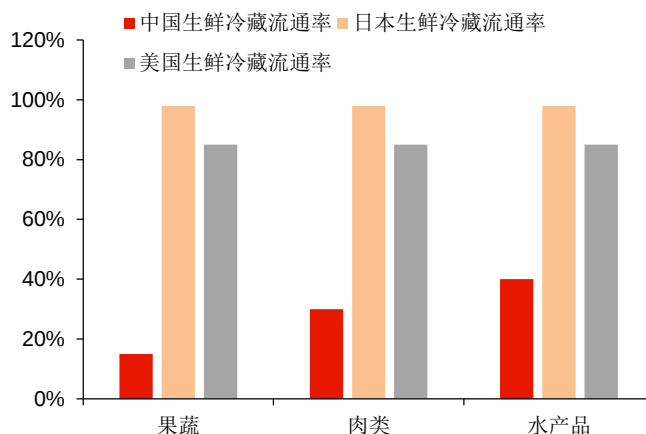
损耗率高的原因之二则在于我国农产品流通环节层级较多。如上文所述，受生鲜农产品生产集中地度低下的影响，我国生鲜产品流通体系层级较多，多层次的运输环节也在一定程度上加大了生鲜农产品的损耗。

图表10: 中国生鲜流通损耗率远高于发达国家



资料来源: 中国农产品流通产业发展报告(2014), 华泰证券研究所

图表11: 中国生鲜冷藏流通率远低于美国与日本

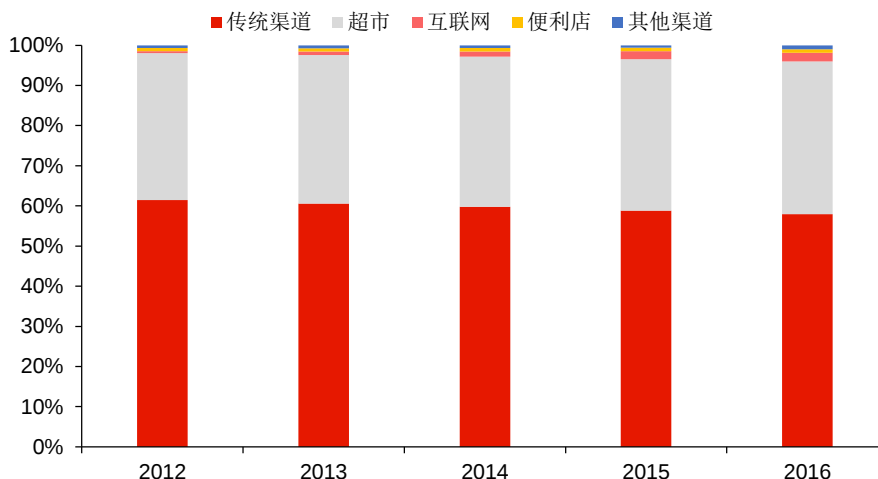


资料来源: 中国农产品流通产业发展报告(2014), 华泰证券研究所

下游终端零售: 传统农贸市场仍为主要渠道, 超市、电商份额上升明显

从生鲜的零售终端来看, 我国主要分为农贸市场(即菜市场)、生鲜超市、个体商户(路边摊)、生鲜电商、便利店等渠道。根据 Euromonitor 数据显示, 过去五年中, 我国生鲜传统销售渠道(农贸市场、路边摊等)占比由 2012 年的 61.43% 下降至 2016 年的 57.97%, 但仍为消费者购买生鲜的主要渠道; 超市渠道占比由 2012 年的 36.69% 上升至 38.02%, 占比稳健提升; 电商渠道由 2012 年的 0.55% 上升至 2016 年的 2.12%, 发展速度相对而言非常快。

图表12: 我国生鲜终端零售渠道占比(2012-2016)

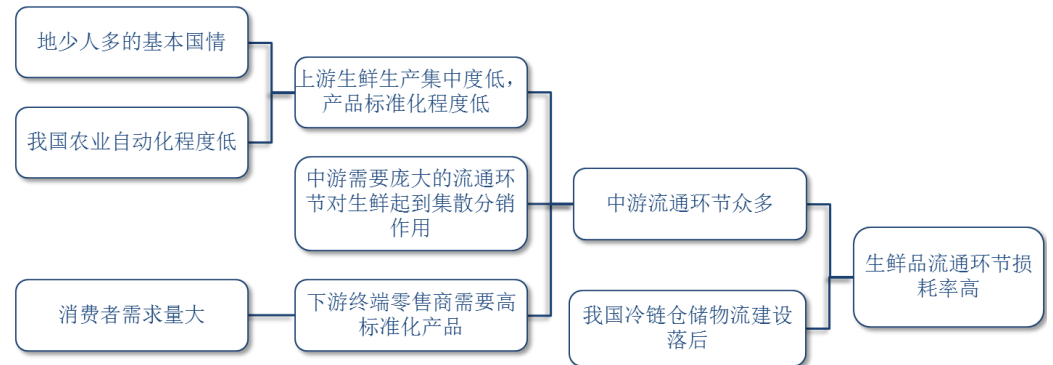


资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

缩短层级、降低损耗将成为生鲜流通渠道优化的关键

我国生鲜农产品上游生产集中度低、产品标准化程度低，而下游零售商则需要高标准化的生鲜产品以便售卖，其矛盾使得我国需要庞大的生鲜流通环节以对生鲜农产品起到集散、分销的作用。而中游流通环节众多、冷链仓储物流建设落后导致生鲜流通环节损耗率高，这已成为我国生鲜行业的最大痛点。因此，通过技术、模式创新等手段缩短层级、降低损耗，将成为流通渠道优化的关键，进而也有助于生鲜经营商业模式的进化。

图表13： 生鲜产业链解析逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

在本篇报告中，我们将聚焦生鲜产业链的终端零售环节，以生鲜各种零售终端历史发展进程为线索，分析不同渠道出现的时间点、意义与合理性，并基于以上分析试图对未来各终端渠道的格局做出一定的判断。

农贸市场：生鲜零售主要渠道，鲜活度高价格亲民为核心优势

统购统销制度的取消促使农贸市场出现

新中国成立后我国实施计划经济政策。1953年，我国实行农产品统购统销制度，对农产品购销环节进行计划控制。针对城市市场和农村市场，国家分别成立了国营商业公司和供销合作社，并根据生鲜农产品类别设立相应的专业公司从购销业务，从而基本控制了生鲜农产品的流通与终端零售。但随着社会经济的发展，计划经济的弊端逐渐显现，无法满足居民对生鲜农产品日益旺盛的需求以及农产品流通业进一步发展的需要。

1985年，我国取消了统购统销制度，农产品流通开始引入市场机制。国营商业公司和供销合作社逐步退出终端零售，农贸市场开始兴起，至今仍为我国居民采购生鲜产品的主要渠道。

图表14： 农贸市场商贩



资料来源：视觉中国，华泰证券研究所

农贸市场核心优势：鲜活度高，价格亲民

农贸市场主要由个体商贩经营，所售生鲜产品主要来自采购至附近的农产品批发市场，少部分来自于郊区菜农自产自销。为了获取更优质的货源，个体商贩每天凌晨便会早起去附近农产品批发市场进货，自销商贩则由自家农地直接供货，因此农贸市场的生鲜产品往往具有较高的鲜活度。

农贸市场场地主要由街道办事处、工商部门等政府部门经营，以向商户收取摊位租金作为收入来源。政府对农贸市场的经营并不以盈利为主要目的，而是作为民生工程，更多地带有公益性质。当生鲜价格涨幅较大时，政府会通过降低或者免收摊位费来抑制其价格上涨。因此农贸市场的商贩能够获取较为稳定的收入，生鲜产品的价格也能一直保持亲民化的水平。

我们通过实地草根调研的方式对上海浦东金口菜市场和附近距离1.5公里的家乐福超市的生鲜品种和价格进行了对比。我们发现，金口菜市场在肉制品、蛋类和水产类方面具有突出的价格优势，其中水产品部分商品价格差距达一倍以上，且产品更为新鲜；在蔬菜和水果类目上，金口菜市场的价格优势有所削弱，但整体仍优于家乐福超市。

图表15： 浦东金口菜市场 and 附近家乐福超市价格对比（对比时间：2017 年 8 月 3 日，单位：元/斤）

蔬菜类	菜市场	超市	肉类	菜市场	超市
芦笋	5	10	羊肉	38-45	无
刀豆	8	13.7	五花肉	17-22	21.8-45.8
青椒	2	2.4-8.4	肋排	27	50-127.5
黄瓜	1.5	1.8-5.5	蛋类	菜市场	超市
洋葱	2.5	1-3	草鸡蛋	6.5-7.5	7.1-18.75
萝卜	2.5	1.9	土鸡蛋	11~15	11.5-56.5
土豆	2.5	2.2	鹌鹑蛋	9	27
水果类	菜市场	超市	咸鸭蛋（元/个）	1.2	1.2-3.5
红富士	5.5-6.8	4.9-13.1	皮蛋	8.8-9.5	16.9-27.5
西瓜	1-1.3	1.4-4	水产类	菜市场	超市
甜蜜瓜	3.5	7	花蛤	12	30
马陆葡萄	5.8-8.8	6.8-11.8	对虾	26	35-68
水蜜桃	8.8	8.9	黑鱼	15	38
蜜梨	4.8	10.8	带鱼	25	39.8-68.8

资料来源：华泰证券研究所

图表16： 浦东金口菜市场刀豆价格



资料来源：华泰证券研究所

图表17： 家乐福超市刀豆价格



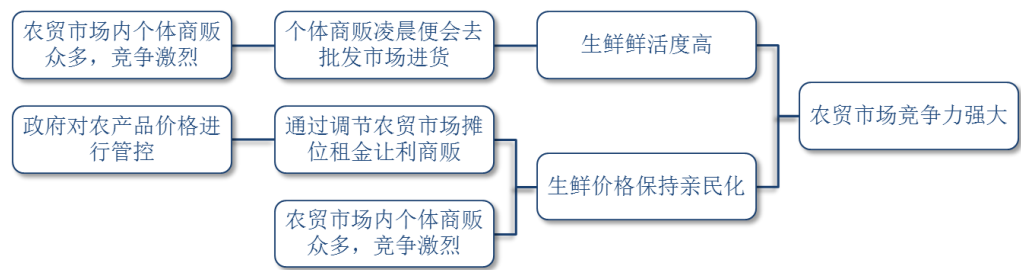
资料来源：华泰证券研究所

但农贸市场的缺点同样明显。农贸市场多数为露天或大棚市场，缺乏统一的规划与设计，水电、卫生、消防、道路、仓储等基础设施落后陈旧，“脏、乱、差”现象较为普遍，食品安全得不到保障。随着人民生活水平的日益提高，居民对食品安全、购物环境提出了更高的要求。

农贸市场将继续作为我国生鲜零售主要渠道之一并长期存在

农贸市场作为我国消费者购买生鲜的主要渠道已存在了 30 余年，个体商贩之间的充分竞争以及政府对摊位租金的适时调控使得农贸市场始终充满竞争活力。我们认为，依托鲜活度高与价格亲民两大优势，农贸市场将继续作为我国生鲜零售主要渠道之一并长期存在。

图表18： 生鲜零售终端之农贸市场分析逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

生鲜超市：农超对接持续发展，竞争力日益凸显

20世纪90年代初超市业态在我国出现，以普通超市和大卖场为主。90年代中期，以家乐福等外资超市为代表的部分超市开始设立了生鲜区，涉足生鲜经营。2002年，为了对农贸市场“脏、乱、差”的现象进行整改，并进一步解决食品安全问题，我国开始试行“农改超”政策。“农改超”即将农贸市场改为生鲜超市，是指以超市形式来经营生鲜农副产品，实现农贸市场经营主体的组织化、经营方式的超市化、产品的标准化和服务的规范化。

图表19：生鲜超市



资料来源：视觉中国，华泰证券研究所

第一阶段：“农改超”不达预期，早期生鲜超市不敌农贸市场

2002年国家即正式提出“农改超”政策，但起初多数试点却均以失败告终。从社会角度看，农贸市场为城市农民再就业的蓄水池，“农改超”后存在农民下岗安置问题。此外，目前农贸市场租赁管理费主要由街道办事处征收，“农改超”后会造其收入来源下降，从而形成一定阻力。但更重要的原因则在于超市生鲜新鲜度普遍劣于农贸市场，而整体价格水平却普遍较高。因此广大居民消费者仍偏向于去农贸市场购买生鲜产品。

传统生鲜超市三大劣势

我们梳理后发现，造成这一结果的原因主要有以下几点：

- 1) 超市采购途径与当地农贸市场个体户一致，规模效应无法有效发挥。生鲜超市需要种类丰富、品质稳定、标准化程度较高的生鲜农产品，但由于生鲜农产品上游生产集中度低下，产地分散，生鲜超市往往无力承担高额的分散采购成本，因此超市往往选择从临近的城市农产品批发市场进货，采购途径与当地农贸市场小摊主一致，超市虽因购买量大而享受一定的进价优势，但规模化采购优势、供应链优势仍难以有效发挥。
- 2) 生鲜超市运营成本更高。生鲜超市正常运营需要大量人工、租金、冷藏设备等费用的投入，而个体商贩则会忽视自身的人力成本，因此生鲜超市的运营成本相对较高。我们曾对上海浦东新区金口菜市场进行草根调研，该菜市场经营面积600平方米左右，产品包括蔬菜、海鲜和肉制品。据我们了解，该市场每个摊位租金约1.5万/年，蔬菜类摊位净盈利7-8万，海鲜类摊位净盈利在12万元左右，蔬菜类摊位净利率可达15%，远高于超市生鲜盈利水平。

3) 超市员工激励不足，超市内部生鲜产品经营缺乏竞争。从采购时间上看，农贸市场个体户为保证其货品在农贸市场内的竞争优势，选择每天凌晨到批发市场采购当天贩售的生鲜产品，而生鲜超市的员工激励性不及个体商户，第二天出售的生鲜往往选择前一天去批发市场进货，因此在新鲜度上往往劣于农贸市场。在贩卖过程中，农贸市场内的商户相互形成竞争，个体商户会对生鲜产品不断进行洒水、摘叶等处理，以保证生鲜产品新鲜的外观，此外还可以在贩卖过程中进行灵活降价，以保证以货物能够全部售出。而生鲜超市内则不存在竞争关系，价格变动体系也较为繁杂，因此导致超市生鲜农产品的生鲜度与价格与农贸市场相比皆处于劣势。

为了改变生鲜经营困难、难以盈利的局面，在前期，以合肥百大合家福、北京京客隆等为代表的超市选择对生鲜产品采用联营方式，将生鲜区租赁给供货商并由其派驻人员负责现相关销售。联营方式一方面提高了超市生鲜运营的竞争力，也降低了超市自身的运营风险，但也使得其对失去对生鲜的质量控制能力与定价权。

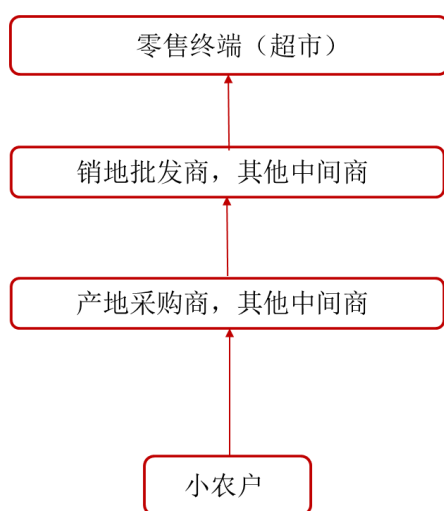
第二阶段：“农超对接”模式逐步发展，超市生鲜经营能力逐步提升

随着超市竞争日益加剧，生鲜品类由于其刚需、高频的购买特征，成为超市招揽顾客、提高竞争力的重要手段，超市逐渐探索发展出“农超对接”模式。2008年12月11日，为推进鲜活农产品“超市+基地”的流通模式，引导大型连锁超市直接与鲜活农产品产地的农民专业合作社产销对接，中华人民共和国商务部、农业部联合下发了《关于开展农超对接试点工作的通知》，对“农超对接”试点工作进行部署。

“农超对接”即超市与产地农户或公司生产基地、农民专业合作社签订协议，由其向超市卖场直供农产品的新型流通方式。“农超对接”模式大幅缩短生鲜农产品流通环节，具有以下显著优势：

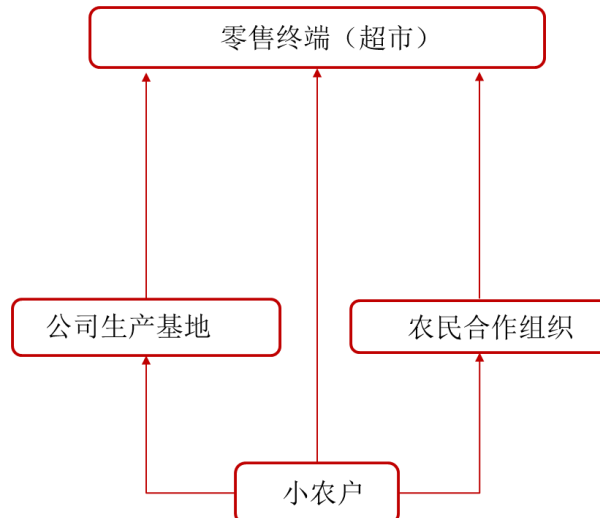
- 1) 将生鲜农产品产地与零售终端直接对接，有利于降低生鲜终端零售价格。
- 2) 有利降低生鲜农产品流通损耗，提高生鲜农产品鲜活度与品质。
- 3) 使得生鲜农产品来源可追溯，有利于保证生鲜农产品质量安全。

图表20： 生鲜流通传统渠道



资料来源：华泰证券研究所

图表21：“农超对接”模式生鲜流通渠道



资料来源：华泰证券研究所

农超对接四大模式

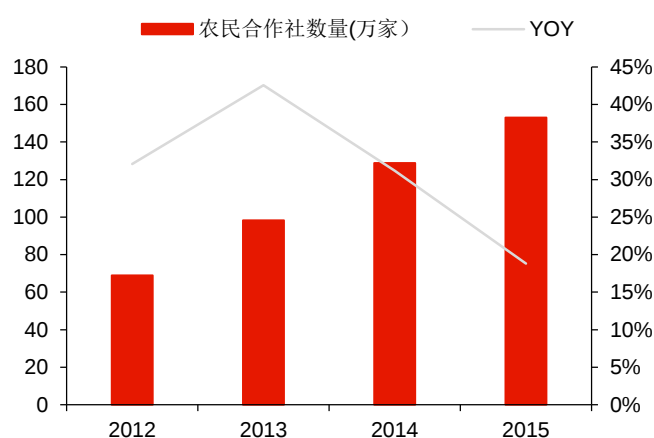
根据超市规模、超市位置、生鲜品类等多方面的不同，“农超对接”演变出了多种模式，主流模式包括以下四种：

1) “超市+基地+农户”模式：由连锁超市直接投资，建立农产品生产基地，基地农产品实施产销直挂或由超市掌握优先采购权。该模式以永辉超市为代表，永辉在2010年上市之前便已在全国建立了约20个农业种植合作基地。

2) “超市+农民专业合作社+农户”模式：由连锁超市与各种专业的农协建立关系，签订合同，农协负责组织商品，连锁企业负责收购与运输。该模式以家乐福为代表，据家乐福官网数据，目前家乐福已经同28个省市的超过550家农民合作社合作，受益农户超过120万户。

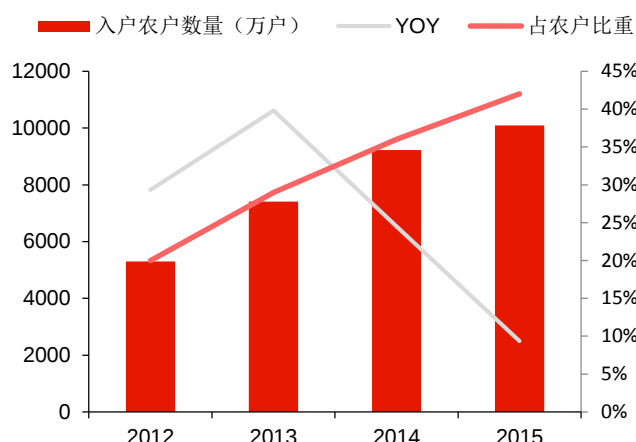
随着该模式的不断发展，农民合作社数量与加入合作社的农户数获得了持续增长。截止2015年底，我国农民专业合作社数量达153.1万家，同比增长18.79%；入户农户数量10,090万户，约占农户总数的42%，较上年提高6.5个百分点。

图表22：我国农民专业合作社数量及增速（2012-2015）



资料来源：农业部，华泰证券研究所

图表23：我国入户农户数量、增速及占总农户数的比重（2012-2015）



资料来源：农业部，华泰证券研究所

3) “超市+农业产业化龙头企业+农户”模式：连锁超市与农产品生产或农产品加工企业直接挂钩，实施点对点配送。该模式以麦德龙为代表，麦德龙在区域内寻找龙头企业并进行深入合作，同时对龙头企业进行专业培训使农产品的品质达到相关标准。

4) “超市+专业供应商+农户”模式：该模式下连锁超市与专业供应商进行合作。专业供应商上下游分别直接与农户、超市对接，并在上游端深入生鲜农产品前、产中的产业链中，定期为农民生产进行监督并提供技术指导。专业生鲜品供应商的出现一方面缩短了生鲜流通层级，另一方面则加强了对生鲜的品控，以保证生鲜符合超市的高采购标准。该模式以沃尔玛为代表，据赵艳《基于直采的“农超对接”流通模式分析》，沃尔玛通过专业供应商收购的农产品损耗率控制在5%以内，远低于业内平均水平。

图表24：农超对接四大模式

模式类型	具体方式	代表公司
超市+基地+农户	由连锁超市直接投资，建立农产品生产基地，基地农产品实施产销直挂或由超市掌握优先采购权。	永辉超市
超市+农民专业合作社+农户	由连锁超市与各种专业的农协建立关系，签订合同，农协负责组织商品，连锁企业负责收购与运输。	家乐福
超市+农业产业化龙头企业+农户	连锁超市与农产品生产或农产品加工企业直接挂钩，实施点对点配送。	麦德龙
超市+中介公司+农户	连锁超市与专业供应商进行合作，由专业供应商承担农产品采购、质量控制、配送功能。	沃尔玛

资料来源：赵艳. 基于直采的“农超对接”流通模式分析[J]. 现代商贸工业, 2011, 23(15): 113-114., 各公司官网、公告，华泰证券研究所

案例分析-宏辉果蔬：专业生鲜产品服务商，以品控为核心对接商超

宏辉果蔬成立于 1992 年，起初以果蔬产品出口为主要业务，2004 年起开始逐步向内销拓展并开始和商超渠道建立合作，现已发展成一家集果蔬产品种植管理、采后收购、产地预冷、冷冻仓储、预选分级、加工包装、冷链配送于一体的专业生鲜产品服务商，主要产品包括约 46 个品类的水果、约 43 个品类的蔬菜以及部分品类的水产品，品种涵盖全国南北及进口的各式特色果蔬。

图表25： 宏辉果蔬业务



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我国生鲜农产品流通环节层级较多，上游生产环节与下游销售环节存在较为严重的供需不对称问题。而宏辉果蔬作为中游生鲜产品服务商，其价值在于发挥“调余缺”、“度远近”、“衡四时”的功能，通过缓解生鲜市场的供需不对称以实现自身商业价值。此外，公司对接上游种植环节与下游销售环节，其商业模式对农户、客户（商超为主）、消费者均带来了显著的商业价值与社会效益。

图表26： 生鲜产品服务商商业价值（以果蔬为例）

果蔬服务业价值	具体方式
调余缺：获取果蔬的产销不对称的商业价值	果蔬的种植多集中于农村区域，而消费则集中于城市，单纯依靠农户自身的运输能力及有限的市场信息，无法实现供需平衡，经常出现供给无法消化而需求无法满足的情况。果蔬服务业的出现，有效地连接果蔬种植及消费环节，大大地提高果蔬产品的商品化率，直接起到缓解产销不畅状况的作用。
度远近：获取果蔬的地域不对称的商业价值	由于气候、地理等原因，果蔬产品具有较强的区域差异。随着收入水平的提高，消费者往往希望品尝到各式各样的特色果蔬，而不仅仅是当地盛产的果蔬。果蔬服务企业通过规模采购、冷冻保鲜、集中运输等形式，以低成本、长距离的运输能力实现“南菜北运”、“西果东送”等形式的跨地域购销，满足消费者的多样性需求，同时也拓宽自身的经营范围。
衡四时：获取果蔬的季节不对称的商业价值	果蔬的种植与收获具有较强季节性，而消费需求则相对均匀，在收获季节可能会供大于求，而一旦过了收获旺季，又会出现供应紧张的局面。在现代冷链技术的支持下，果蔬服务企业能够大幅度延长果蔬产品保鲜时效，实现跨季节果蔬产品的供应，同时也改变了传统的被动商业模式，能够主动创造服务价值。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

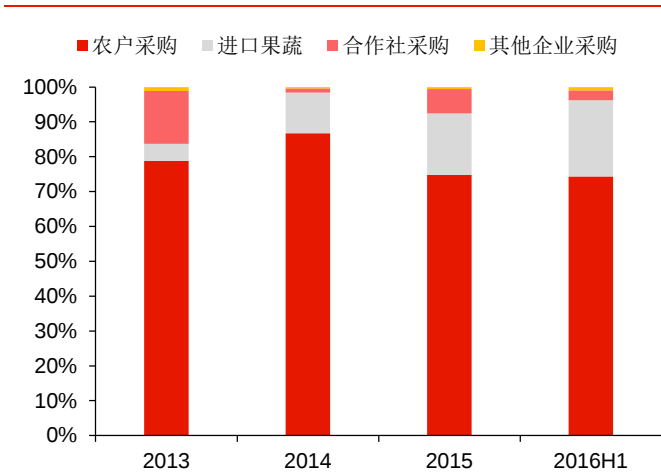
图表27： 生鲜产品服务商对上下游产生的商业价值与社会效益

具体环节	利益相关人	公司方案	商业价值	社会效益
种植环节	农户	标准化基地管理模式	稳定采购来源	提高农户收入
			从源头进行质量控制	促进种植业升级
流通环节	消费者	闭环式质量控制模式	提高产品价值	减少质量风险敞口
			减少中间流通环节	保障食品安全卫生
销售环节	客户	一站式产品供应模式	增强客户粘性	满足客户多样性需求
			降低客户采购成本	促进果蔬产销对接

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

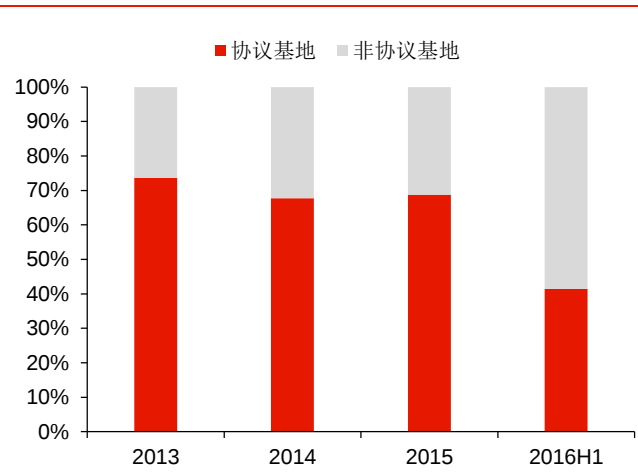
源头基地种植管理能力是公司核心竞争优势，也是公司未来发展的重点方向。在上游采购端，公司采购模式主要分为向农户采购、向合作社/协会采购以及进口果蔬采购等方式，其中与农户签订基地合作协议的采购模式为公司主要采购方式。在协议基地采购模式中，公司介入上游种植环节，指导农户进行种植管理，以保证果蔬产品质量符合收购标准，农户出产的优质果蔬则优先售予公司。截止 2016 年底，公司拥有协议基地 53 家，分布在山东、广东、福建、江西、河北、安徽、陕西、云南、辽宁、新疆等 10 个省份，历年协议基地采购额占公司向农户及合作社采购总额的比例高达 70%左右。此外，公司在果蔬品的种植、采摘与流通环节设置了多个质量控制点，从而进一步保证公司果蔬产品质量。

图表28： 公司各采购渠道采购金额占比（2013-2016H1）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29： 公司协议基地采购额占公司向农户及合作社采购总额的比例（2013-2016H1）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所，注：2016 年 1-6 月协议基地非法人供应商占比较低，主要系公司基地所产苹果、梨、葡萄等水果下半年采摘季的收购量较大

图表30： 宏辉果蔬业务流程示意图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

强大的冷链仓储配送能力是公司另一大核心竞争力，亦是控制生鲜品质与损耗的关键。截止 2016 年上半年，公司在汕头、烟台、上海、福建、广州、江西等地共建有自有冷冻仓储系统 72,501.60 立方米，另租有第三方冷库 68,348 立方米。随着公司 IPO 募投项目天津果蔬加工配送基地建设项目、上海果蔬加工配送基地扩建项目以及广州果蔬加工配送基地建设项目的建设及投入使用，公司冷冻仓储系统将得到进一步完善。

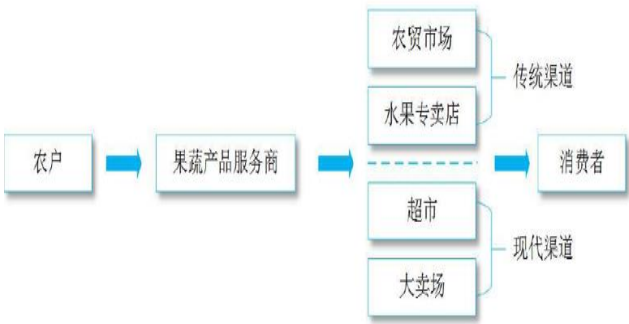
图表31： 宏辉果蔬冷冻仓储系统概况（截止 2016H1）

仓库名称	仓库类型	冷库体积（立方米）	结存数量（吨）
福建仓库	自有	11,059.20	1,525.66
汕头仓库	自有	4,140.00	276.04
烟台仓库	自有	42,060.60	10,423.28
广州仓库	自有	9,376.50	1,086.46
上海仓库	自有	1,410.00	469.67
江西仓库	自有	4,455.30	-
山西仓	租用	3,500.00	706.07
河北仓	租用	7,266.00	1,390.06
威海仓	租用	7,211.00	2,323.70
新疆仓	租用	6,600.00	1,532.83
陕西仓	租用	22,400.00	5,427.84
烟台自由仓	租用	13,650.00	4,086.35
烟台沐浴店仓	租用	4,460.00	1,164.24
上海龙吴市场	租用	3,021.00	899.25
上海津沛冷库	租用	240.00	76.80
总计		140,849.60	17,607.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

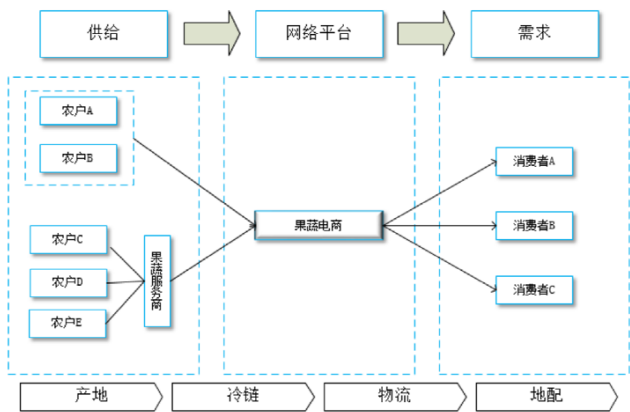
借助深入种植源头的产品质量把控能力、强大的冷链仓储配送系统以及各环节一体化的经营模式，公司建立起了稳定且具备较大规模的高品质果蔬产品供给能力，在下游扩展了包括永辉超市、华润万家、卜蜂莲花、新华都、物美、大润发等客户。目前公司客户主要以商超为主，未来公司亦计划向生鲜电商、大型农产品批发市场等终端与渠道扩展业务。

图表32： 果蔬服务商在线下渠道中扮演的角色



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33： 果蔬服务商在生鲜电商中扮演的角色



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

第三阶段：经营能力分化，在生鲜供应链上占据优势的超市脱颖而出

随着农超对接模式的不断发展，超市对生鲜的供应链控制能力也逐渐得到提升，京客隆、合肥百大合家福、物美、首航超市等超市均开始回收生鲜经营权，自营生鲜成为众多超市卖场的主流经营方式。在此过程之中，以永辉为代表的具备强大生鲜供应链能力的超市脱颖而出，生鲜鲜活度、价格与农贸市场的差距开始逐渐缩小甚至超越农贸市场。

案例分析-永辉超市：基地直采+专业买手，构建生鲜供应链核心壁垒

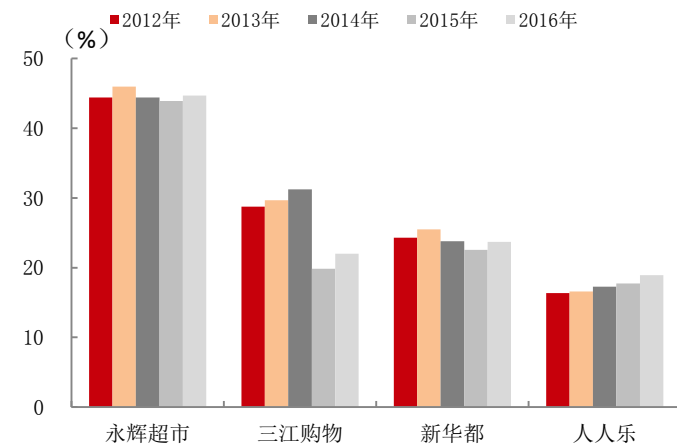
永辉超市的核心竞争力在于公司拥有一套成熟的生鲜供应链体系，并将延伸至上游的农业种植领域。据公司招股说明书数据，公司建立了约 20 个农业种植合作基地，田间定制，订单农业，包销到户，700 多生鲜买手常年奔波于各生鲜产地、销地和农批市场，生鲜直采占比高达 76%。基地直采压缩了流通环节，公司生鲜产品价格低、损耗低、保鲜高、质量高，为增强客户粘性创造了条件。从财务数据上看，公司生鲜业务收入占比、生鲜产品毛利率均高于同行。

图表34： 永辉超市核心竞争力

永辉模式	特点
管理优势	公司把生鲜经营量化到每个细节，制订了近 800 万字的内部流程控制手册，所有员工必须严格按照手册执行，确保了所有门店的运营标准化。
采购方式	据公司招股说明书数据，公司建立了约 20 个农业种植合作基地，田间定制，订单农业，包销到户，700 多生鲜买手常年奔波于各生鲜产地、销地和农批市场，生鲜直采占比高达 76%。
核心优势	“两低两高”：价格低、损耗低、保鲜高、质量高；建立冷链系统；建立生鲜农产品质量认证和防控体系；组建专业团队，实现对生鲜农产品的单品类管理，采购价格比农贸市场低 5%，公司生鲜损耗率 3%-5%，在业内处于领先地位。

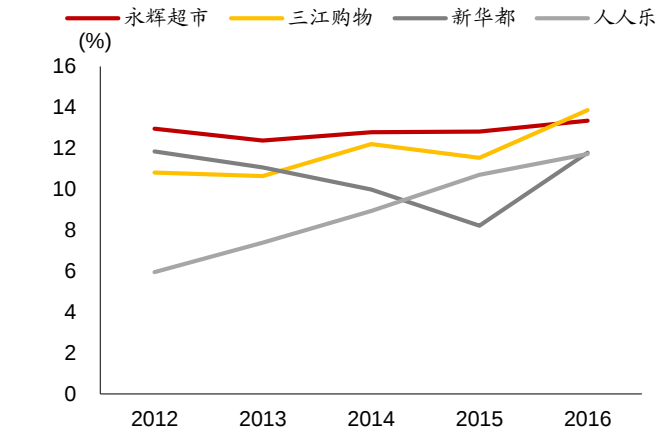
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35： 永辉生鲜业务收入占比远高于同行



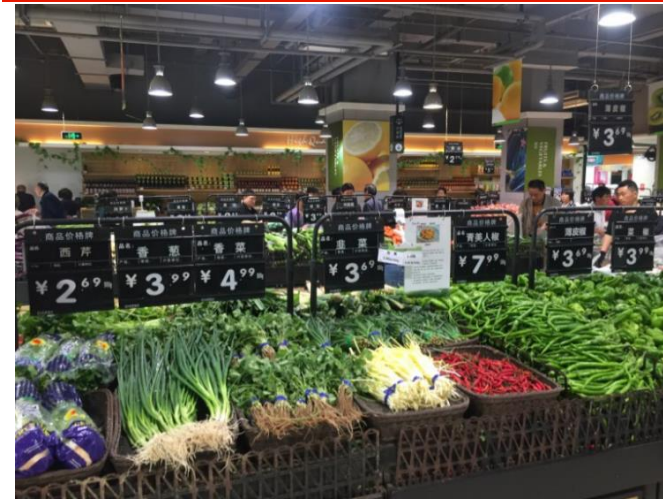
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表36： 永辉生鲜业务毛利率高于同行



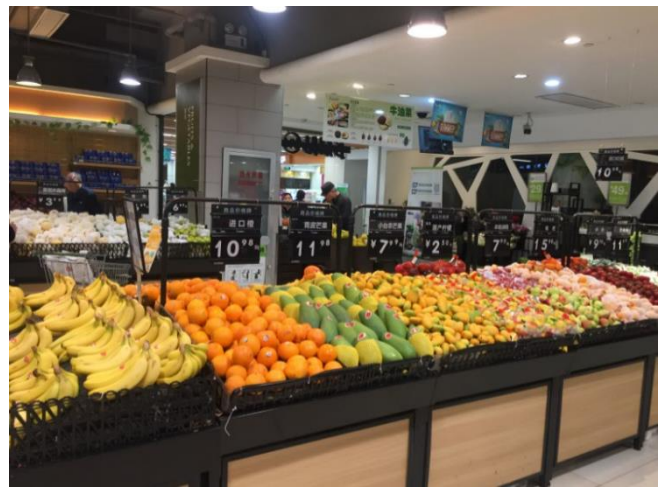
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表37： 永辉超市绿标店生鲜区



资料来源：华泰证券研究所

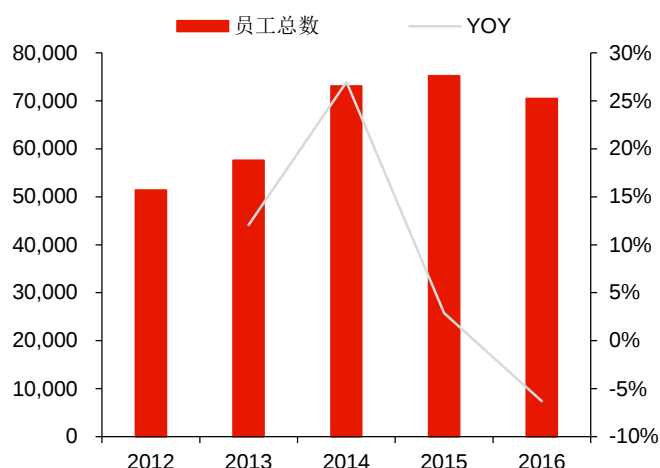
图表38： 永辉超市绿标店生鲜区



资料来源：华泰证券研究所

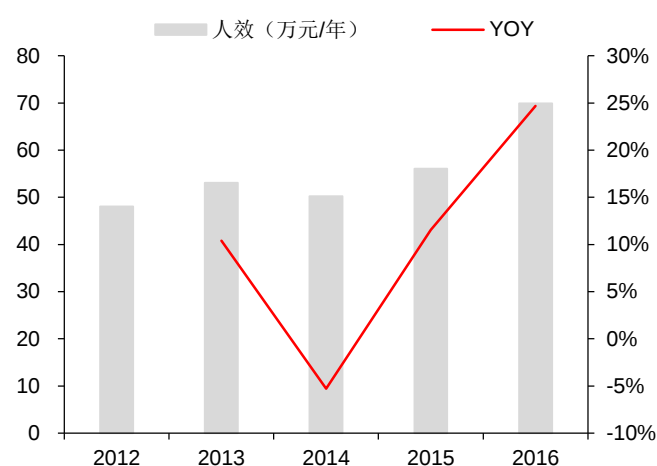
永辉超市经营能力得以不断增强的另一大原因在于其较为完善的激励制度。永辉从 2012 年开始施行合伙人制度，目前已在全国推广。合伙人制度的主要方式为：公司总部与合伙人代表根据历史数据和预测制定业绩标准，若实际经营业绩超出设立标准，则增量利润按照一定比例在总部和合伙人之间进行分配。此举大幅提高了员工的工作积极性。同时，2015 年起永辉将公司 18 个省份分为两大独立发展集群，引入“赛马机制”，在 KPI 考核中胜出的集群将获得总部更多的资源支持。在合伙人制与赛马机制的共推动下，2016 年永辉在新开门店不断增加的情况下员工人数不增反减，人效提升显著。

图表39: 永辉超市员工数量及增速 (2012-2016)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表40: 永辉超市人效及增速 (2012-2016)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

案例分析-钱大妈: 新兴社区生鲜超市, 定时打折模式获资本认可

农贸市场与生鲜超市已成为居民购买生鲜的主要渠道, 但仍有很多居民小区地理位置距其较远, 周边缺乏便利的生鲜购买渠道, 钱大妈等社区生鲜超市的出现填补了这一空白。钱大妈门店位于居民社区内, 经营面积 60-70 平米, 以“不卖隔夜肉”为理念, 创新推出定时打折的方式, 每天 19:00 开始打折售卖当天生鲜产品, 每半小时打低一折, 23:30 后则进行免费派送。这种类似“荷兰式拍卖”的定时打折模式有效的加快了商品动销。

对于线下生鲜零售渠道而言, 生鲜的鲜活度与价格仍为两大最为关键的因素。钱大妈自建仓储配送系统, 从食材的采购、打包、分拣、到店整个作业过程不超过 12 个小时, 从而保障了食材的新鲜, 而定时打折方式则在一定程度上降低了生鲜的产品价格。截至目前, 钱大妈品牌已经在广州、佛山、深圳、东莞、珠海、中山、惠州、清远、肇庆等地建立起 300 余家门店, 并于今年 6 月获得了京东的融资, 新一轮估值约为 6 亿元。

图表41: 钱大妈店面



资料来源: 华泰证券研究所

图表42: 钱大妈每日折扣表

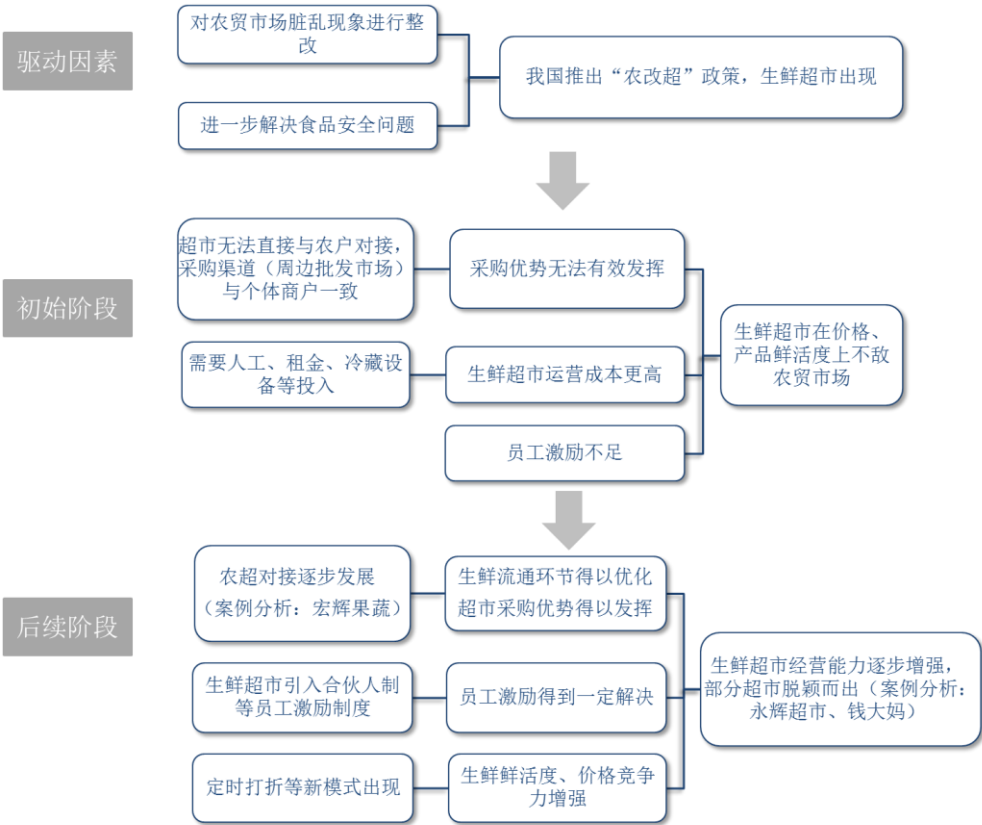


资料来源: 华泰证券研究所

看好能够缩短生鲜流通环节, 同时掌握自主生鲜运营能力的生鲜超市

随着“农超对接”模式不断发展, 超市的生鲜经营能力逐步增强, 未来将在生鲜零售终端中扮演越发重要的角色。我们认为, 通过生鲜服务商间接、或直接打通“农超”, 缩短生鲜流通环节, 同时掌握自主生鲜运营能力的超市将在线下生鲜零售, 特别是日常生鲜零售中脱颖而出, 其市场份额将持续扩大。

图表43： 生鲜零售终端之生鲜超市分析逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

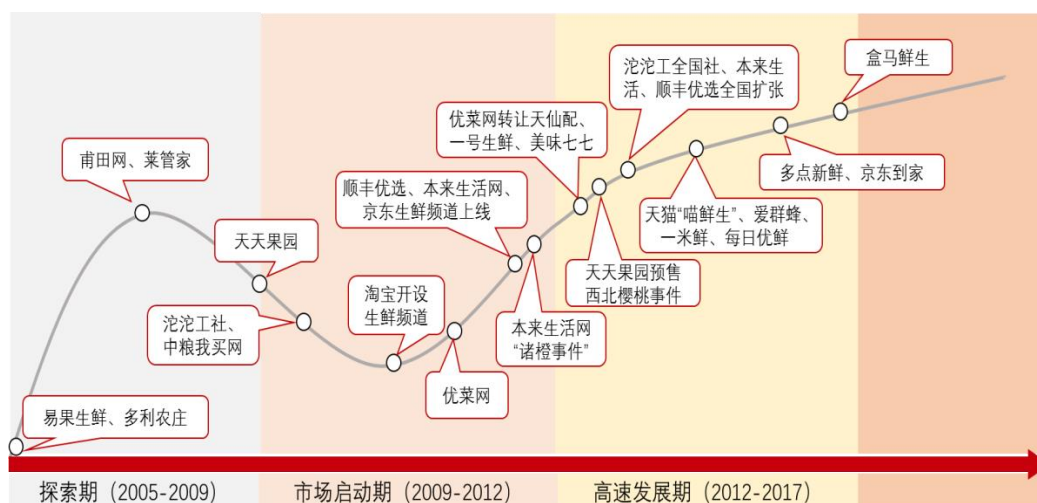
生鲜 B2C 电商：发展迅猛，但尚未有模式完整经历盈利考验

生鲜电商现状：规模快速增长，盈利能力仍需提升

生鲜电商渗透率快速增长，消费者满意度逐渐增强

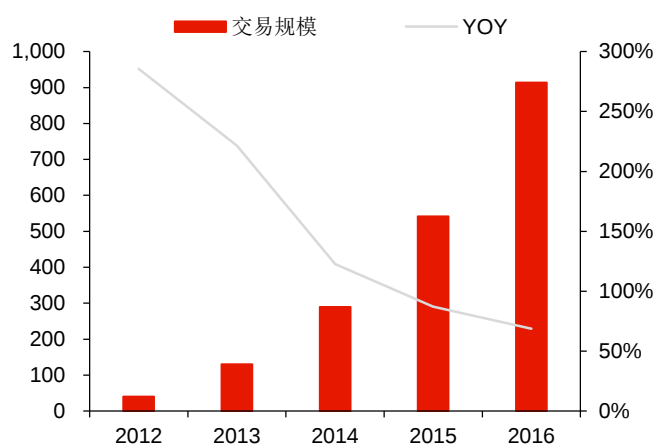
随着我国电子商务的不断发展，居民深刻体验到了电商渠道商品的丰富度与送货上门的便利性，对生鲜商品也产生了同样的需求，生鲜电商应运而生。根据艾瑞咨询报告，我国最早的生鲜品类电商易果生鲜成立于 2005 年，此后各种类型的生鲜电商纷纷涌现，但由于商业模式、消费者体验等多方面的缺陷，生鲜电商渗透率始终不高。2012 年，本来生活网“褚橙”事件营销大获成功，同年顺丰优选、京东生鲜频道上线，生鲜电商迎来高速发展期。从近五年的情况看，2012 年生鲜电商交易规模为 40.5 亿元，2016 年增长至 913.9 亿元，年复合增长率超过 100%，在生鲜零售终端的占比也由 2012 年的 0.55% 增长至 2016 年的 2.12%。

图表44： 生鲜电商发展历程



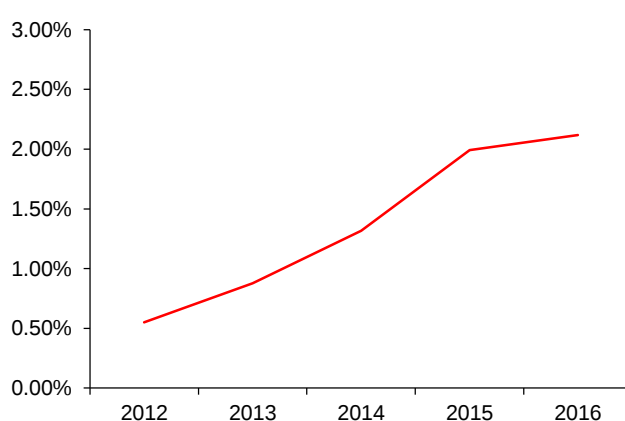
资料来源：易观智库，华泰证券研究所

图表45： 近年来生鲜电商市场规模快速增长



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

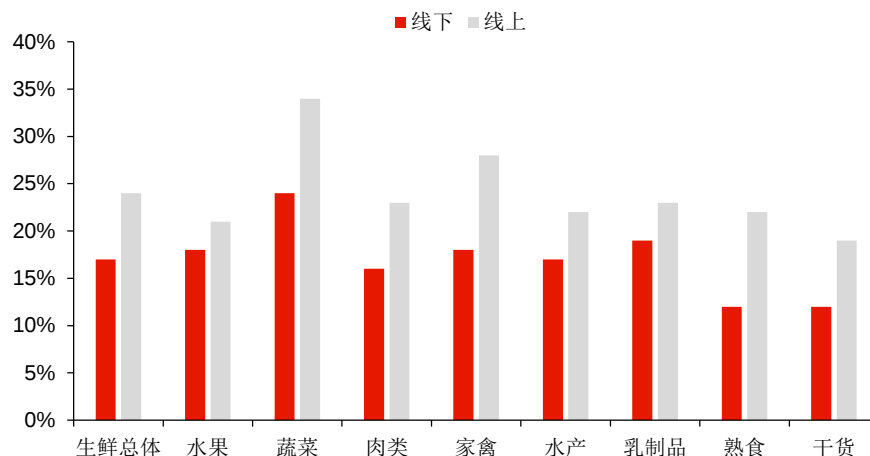
图表46： 电商渠道在生鲜零售终端的占比迅速提升



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

根据 BCG《中国生鲜消费趋势报告 2016》，受益于价格优势、产品丰富度与便利性，目前消费者对生鲜线上的满意度已达 24%，高出线下渠道 7 个百分点，表明线上渠道提供的生鲜产品正受到越来越多消费者的认可。同时该报告指出，受追求高品质的上层中产和富裕消费者、80-90 后新时代消费者、经验丰富的网购者三大消费力量的拉动，即使供给层面没有明显突破，2020 年生鲜电商交易规模将达 3470 亿元，未来四年复合增长率仍将高达 40%。

图表47：消费者对生鲜线上渠道的满意度高于线下渠道



资料来源：BCG《中国生鲜消费趋势报告》（2016），华泰证券研究所

生鲜电商频获资本青睐，但盈利能力仍较弱

基于生鲜品类在线上广阔的成长空间以及高频、刚需的购买特性，生鲜电商频频获得资本青睐，阿里巴巴（投资易果生鲜）、百度（投资中粮我买网）、腾讯（投资每日优鲜）等巨头纷纷入局，过去一年中亦有不少生鲜电商企业获得巨额融资。

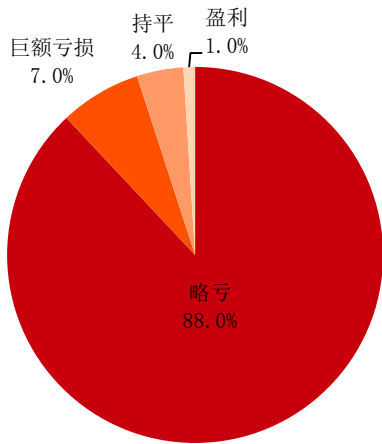
但受制于冷链物流的高成本等因素，目前生鲜电商盈利能力不如人意。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2014 年国内农产品电商接近 4000 家，但是其中只有 1% 的企业能够盈利，7% 巨额亏损，88% 略亏，4% 持平。据中国电子商务研究中心及各公司官方新闻，每日优鲜于 2016 年 7 月宣布北京区域盈利，生鲜 O2O 电商多点于 2017 年 3 月宣布其 1 月在北京实现盈利，其他包括易果生鲜、中粮我买网等生鲜电商均仍处于亏损中。

图表48：2016 年以来生鲜电商融资情况

企业	时间	融资金额	投资方	融资轮次
易果生鲜	2016.3	2.6 亿美元	阿里巴巴、KKR	C 轮
本来生活	2016.3	1.17 亿美元	九阳投资等	C 及 C+轮
两鲜	2016.3	2000 万美元	鼎鑫、民享	A 轮
盒马鲜生	2016.3	*千万美元	阿里巴巴	A 轮
U 掌柜	2016.3	3000 万美元	今日资本	C 轮
食行生鲜	2016.4	2.49 亿元	江苏毅达	C 轮
每日优鲜	2016.4	2.3 亿元	远东宏信	B+轮
拼多多	2016.7	1.1 亿美元	高榕资本等	B 轮
天天果园	2016.8	1 亿元	张江高科	D+轮
爱鲜蜂	2016.11	*千万美元	美团	D 轮
易果生鲜	2016.11	5 亿美元	苏宁、高盛集团、中银国际等	C+轮
我厨	2016.12	*千万美元	LB 乐博等	B 轮
每日优鲜	2017.1	1 亿美元	联想创投、浙商创投等	C 轮
爱鲜蜂	2017.2	*	中商惠民	被收购
易果生鲜	2017.8	3 亿美元	天猫	D 轮

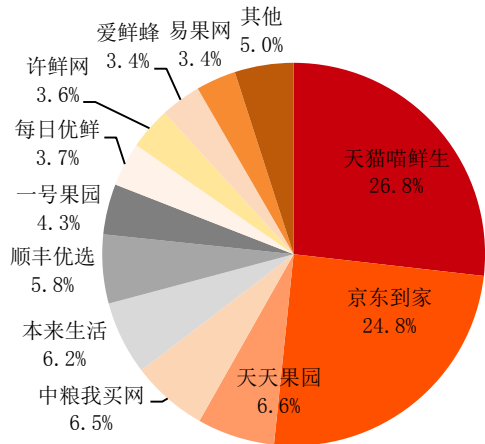
资料来源：联商网，华泰证券研究所注：*表示未公开具体金额

图表49： 2014 年生鲜电商盈利情况



资料来源：中国电子商务研究中心，华泰证券研究所

图表50： 生鲜电商市场份额（2016Q3）



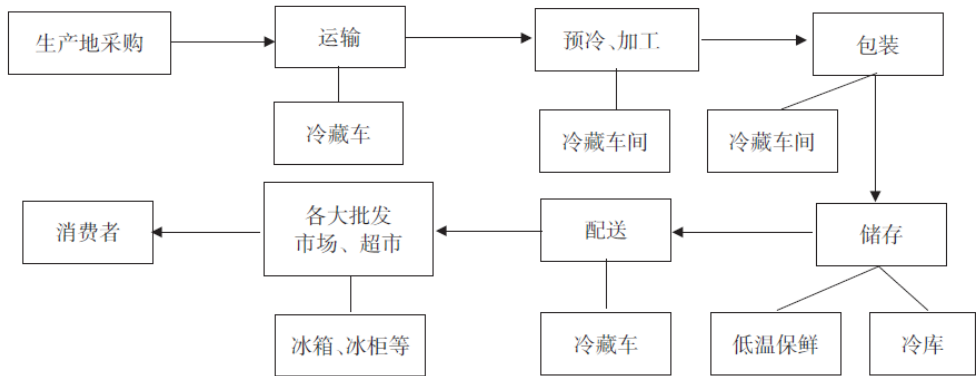
资料来源：速途研究院，华泰证券研究所

大仓发货模式：冷链成本高配送时间长，盈利难度大

基于生鲜产品冷藏要求高、保质期短、易损耗的特征，冷链仓储与物流是生鲜电商的必须选择。由于我国第三方冷链物流企业较难完成地点分散、配送时间不稳定的生鲜配送业务，部分有实力的生鲜电商企业如易果生鲜、中粮我买网、顺丰优选等纷纷采取自建冷链模式，在采购、储存、配送等环节全程使用冷链以提高客户满意度，但成本始终高居不下。而为了尽可能覆盖高额的冷链配送成本，生鲜电商必须提高其客单价，因此大仓发货模式下的生鲜电商经营的品类往往以中高端为主，且免邮起步价普遍较高。

另外，全程冷链模式下的另一大缺陷则在于配送时间过长，消费者对生鲜的即时性消费需求无法得到满足。我们对易果生鲜、中粮我买网、顺丰优选等知名生鲜电商的送达时间进行了统计，发现其送达时间普遍以次日达为主。生鲜作为一种消费计划性弱、即时性消费性强的商品，过长的配送时间将在很大程度上降低消费者选择生鲜电商的意愿。

图表51： 生鲜冷链物流的业务流程



资料来源：李学工,齐美丽. 生鲜电商冷链物流的成本控制研究[J]. 农业经济与管理,2016,(04):52-60, 华泰证券研究所

图表52： 生鲜电商单笔订单冷链配送成本情况

冷链模式	冷链成本
沱沱工社自营冷链	每配送一个订单的成本达 50 元
顺丰物流	平均每个订单的物流配送成本约 47 元
自营冷链行业平均	40 元以上（不包括基础设施建设、仓储、IT、客服系统等成本）
第三方冷链物流	一个 100 元的生鲜订单，第三方冷链物流成本约 40-50 元

资料来源：李学工,齐美丽. 生鲜电商冷链物流的成本控制研究[J]. 农业经济与管理,2016,(04):52-60, 华泰证券研究所

图表53： 传统生鲜电商冷链仓配模式、运费及商品送达时间

电商名称	商品定位	冷链仓储和物流	运费（以上海为例）	下单后送达时间（以上海为例）
易果生鲜	中高端	冷链仓储：自建 冷链物流：自配为主（安鲜达）	普通商品：满 100 元包邮，不满 100 收取 10 元运费 鲜活商品：满 500 元包邮，不满 500 收取 50 元运费（鲜活订单不可选择定时配送服务）	次日达（当天 20:00 前下单）
中粮我买网	中高端	冷链仓储：自建 冷链物流：自配为主	满 99 元，免首重 10 公斤，续重 1 元/kg；满 199 元，免首重 20 公斤，续重 1 元/kg；满 299 元，免首重 30 公斤，续重 1 元/kg。以此类推。	普通商品：24-48 小时 生鲜自配：当日 11:00 前提交订单，当日达；当日 17:00 前提交订单，次日 15:00 前达
本来生活	中高端	冷链仓储：自建 冷链物流：第三方为主（微特派）	一次订购满 60 元免运费；不足 60 的按 20 元/单收费。	次日达
顺丰优选	高端	冷链仓储：自建 冷链物流：自配（顺丰速运）	单笔订单金额 < 99 元时，每单收取 10 元运费；单笔订单金额 ≥ 99 元，且 < 199 元时，订单中商品重量 10kg（含）以内部分，不计算运费。超过 10kg 的部分，每单收取 10 元运费；单笔订单金额 ≥ 199 元时，不计订单中商品重量，免收全部运费	48 小时内
天天果园	高端	冷链仓储：自建+第三方 终端配送：自配+第三方	上海（除崇明）：订单金额不满 100 元，运费 10 元；满 100 包邮	非城市超市辐射范围： 21 点前付款：次日达 21 点后付款：隔日达

资料来源：各公司官网，各公司 APP，联商网，华泰证券研究所

案例分析-易果生鲜：向 B2C + B2B 综合运营商转型

自建冷链物流模式以易果生鲜为代表，易果生鲜下设全资物流子公司安鲜达为易果提供自建冷链一体化服务。安鲜达成立于 2015 年，拥有领先的生鲜冷链仓配技术。安鲜达的物流网络分为产地仓—区域配送中心—末端配送站点三层，截至 2016 年 12 月底，安鲜达已经完成了北京、上海、广州、武汉、成都、济南、福州、杭州、沈阳、西安十地十一仓、十个子公司的全国战略布局，配送范围覆盖 200 多个城市。此外，公司提供个性化配送服务，支持当日达、次日达、定时达三种配送方式；建立了常温、冰鲜、冻鲜、活鲜四大类温控体系，满足不同品类生鲜的不同仓储要求。2017 年 2 月，安鲜达首条北京至上海的冷运干线正式开通，实现从上海发货的冷藏品两天内全程冷链到达北京。

图表54： 安鲜达冷链仓配能力

仓配特色	具体内容
3 层物流网络	产地仓—区域配送中心—末端配送站点
11 个物流基地	截至 2016 年 12 月底，安鲜达已经完成了北京、上海、广州、武汉、成都、济南、福州、杭州、沈阳、西安十地十一仓布局
配送范围覆盖全国	配送范围覆盖全国 200 多个城市
4 大类温控体系	常温、冰鲜、冻鲜、活鲜
4 种配送方式	当日达、次日达、隔日达、定时达
首条冷运干线	2017 年 2 月，安鲜达首条北京至上海的冷运干线正式开通，实现从上海发货的冷藏品两天内全程冷链到达北京客户手中

资料来源：中国冷链产业网，华泰证券研究所

尽管安鲜达的冷链仓配能力在全国处于领先地位，但其冷链仓配成本仍处于较高水平。根据易果 CEO 张晔 2016 年 8 月访谈显示，公司物流履约成本约超 20%，若按客单价 175 元（张晔透露客单价为 150-200 元）计算单笔订单履约成本约为 35 元，略低于行业平均水平。我们根据易果生鲜目前公开的一些关键财务信息对其财务模型进行了详细的拆分，发现 20% 左右的物流履约成本仍为致使易果生鲜亏损的主要原因。

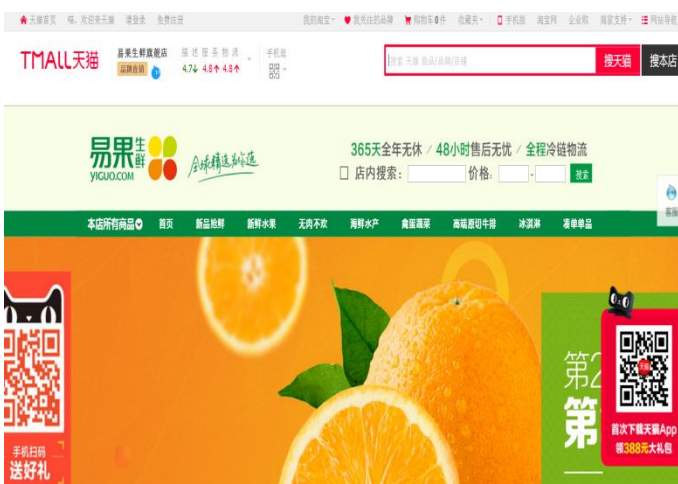
图表55： 易果生鲜财务信息估算（以 2016 年 8 月访谈数据为基准）

科目	数值	备注
单日营业额(万元)	875	订单量*客单价
日单量(单)	50,000	日均订单量已经突破 5 万单以上, 按 5 万单估算
客单价(元)	175	客单价为 150-200 元, 按 175 元估算
毛利率	30%	综合毛利率超过 30%, 按 30%估算
单日毛利(万元)	263	单日营业额*毛利率
损耗率	3.5%	3%-4%, 按 3.5%估算
物流履约成本率	20%	物流履约成本率为 20%出头, 按 20%估算
单笔物流履约费用(元)	35	较行业平均水平较低
其他费用率(销售、管理、技术等)	8%	由京东、唯品会等电商公司近两年测算为 8-11%区间, 保守假设 8%
利润率	-1.5%	毛利率-损耗率-物流履约费用率-其他费用率
单日利润(万元)	(13)	单日营业额*利润率
年化收入(亿元)	31.50	单日营业额*360
年化利润(亿元)	-0.47	单日利润*360

资料来源：商业观察家访谈，华泰证券研究所

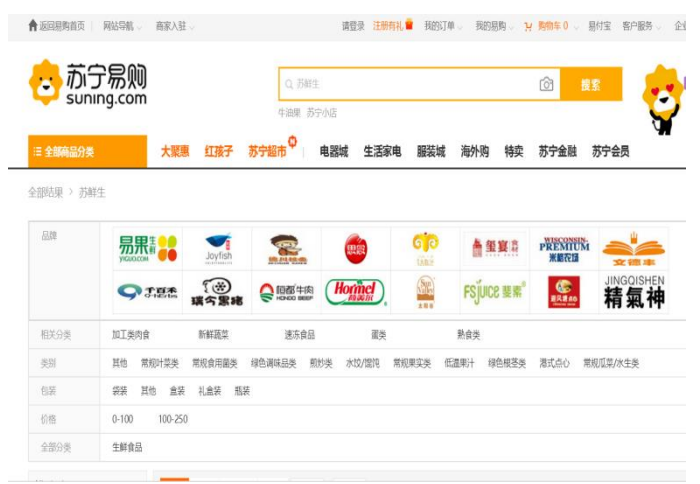
由于大仓发货模式下 B2C 业务盈利艰难，易果生鲜自 2013 年起便开始了由传统 B2C 电商向 B2B 模式延伸。2013 年，易果接受阿里投资，并在之后成为天猫超市生鲜板块的供货商；2016 年 11 月，苏宁领投易果生鲜 C+轮融资，易果生鲜成为苏宁易购生鲜自营品牌苏鲜生的核心供货商，并同时开始为苏宁小店供货；此外，易果还与同为阿里系的盒马鲜生、闪电购有着深入的合作。另一方面，易果投资了优配良品、果酷、一亩田、SunMoon 等不同模式的国内外生鲜创业公司，以提高生鲜供应链能力。凭借强大的股东与客户资源、领先的冷链配送能力以及不断优化的生鲜供应链能力，易果生鲜正在由纯生鲜 B2C 电商向生鲜 B2C +B2B 综合运营商转型，开放策略亦将使得盈利能力得到提升。易果生鲜 CEO 张晔已公开表示，易果生鲜将于 2018 年实现全面盈利。

图表56： 天猫易果生鲜旗舰店



资料来源：天猫官网，华泰证券研究所

图表57： 苏宁易购生鲜界面



资料来源：苏宁易购官网，华泰证券研究所

自提柜模式：集中配送降低成本，更便捷但也更“重”

案例分析-食行生鲜：以自提柜模式深耕江苏

为了降低冷链配送成本，部分生鲜电商开始采用自提柜模式。自提柜模式以食行生鲜为代表。截止 2017 年 5 月，食行生鲜旗下自提柜已进驻上海、苏州、无锡三个城市 2000 多个社区。食行生鲜采用预定配送的方式，前一日整合消费者订单，第二天按区域进行集中配送至自提柜内，消费者可在指定时间段内至自提柜自提，从而大幅降低了生鲜配送成本。

但与此同时，自提柜模式在前期需要大量的设备投入，重资产模式潜在风险可能增加，且需要电费、物业租费用（含租金）、日常维护等额外成本。此外，自提柜的模式仍然没有解决消费者对日常生鲜的即时性消费需求，因此在消费者体验环节处于相对劣势，难以形成较大规模。2016年12月，食行生鲜退出北京市场。除食行生鲜退出北京之外，成立于2011年同样以自提式电子菜箱为模式的武汉家事易（我们3年前有所跟踪，详见2014年报告《生鲜电商家事易：引入自提模式，立足日常生鲜》），也已于2015年开始转型，停止居民家庭菜箱配送。

图表58：食行生鲜 APP 订单操作界面



资料来源：食行生鲜 APP，华泰证券研究所

前置仓模式：微仓挺进社区，SKU 受限影响规模扩张

前置仓模式即在社区边布局数量众多、面积较小的前置微仓，客户下单后直接由前置仓发货，并在终端配送中利用“时间冷链”（即利用生鲜自身的保鲜能力），尽可能减少冷媒的使用（需冷藏与冷冻的商品会配有冰袋）。与传统全程冷链的模式相比，前置仓模式具有以下明显优势：

- 1) 由于前置仓离消费者距离较近，生鲜可以以较快的速度配送到消费者手中，从而解决了消费者对生鲜的即时性消费需求。
- 2) 时间冷链的方式显著降低了单笔订单的终端配送成本。同时随着订单的增长，前置仓的固定成本可以被逐渐分摊，从而解决传统的全程冷链模式“订单越多，亏损越多”的问题。

案例分析-每日优鲜：前置微仓、精选 SKU 使每日优鲜率先盈利

前置仓模式以每日优鲜为代表。在仓储体系上，每日优鲜采用“城市分选中心+社区微仓”的二级分布式仓储体系，在华北、华东、华南等地区建立城市分选中心，并根据订单密度在商圈和社区周边建立众多 80 平方米左右的前置仓，覆盖周边半径三公里。在配送方式上，每日优鲜在终端配送中采取“冷源+时间冷链”的配送方式，保证 2 小时内送达消费者手中。据 CEO 徐正接受无冕财经访谈透露，北京市场单笔物流成本约 12 元，大幅低于传统冷链配送模式。

在商品选择上，每日优鲜采用精选 SKU 的方式，生鲜商品覆盖水果、蔬菜、肉蛋、水产等全品类一百多个二级目录和三百多个三级目录，所有的三级目录只提供几款精选产品，SKU 数量仅 600 左右（仅为易果生鲜的 1/7）。精选 SKU 一方面提高了单品的采购量从而降低了采购成本，另一方面降低了商品的经营难度从而降低了损耗。据每日优鲜市场部负责人张先生透露，每日优鲜来自库存和周转的损耗率仅为 1%。

我们根据每日优鲜目前公开的一些关键财务信息对其财务模型进行了拆分和估算，发现在前置仓的运营模式下，每日优鲜租金费用率约为 2%，配送费用率为 16%，合计仓储+物流费用率约为 18%，低于易果生鲜物流履约成本率（约 20%）2 个百分点，由此估算可见，前置仓的经营模式可以在一定程度上降低物流配送费用。

图表59： 每日优鲜财务信息估算（以 2016 年 12 月访谈数据为基准）

科目	数值	备注
单日营业额(万元)	300	订单量*客单价
日单量(单)	40000	日单量 3-5 万单，按 4 万单估算
客单价(元)	75	
毛利率	30%	参考其他生鲜电商毛利率，假设为 30%
单日毛利(万元)	90	单日营业额*毛利率
单日租金(万元)	6	微仓数*微仓平均面积*单位平米租金
租金费用率	2.00%	租金/营业额
单位平米租金/天	2.5	租金为 2-3 元/平方米/天，按 2.5 元/平方米/天估算
微仓数	300	
每仓定单数	133.33	日单量/微仓数
微仓平均面积	80	
损耗率	3%	库存和周转的损耗率仅为 1%，假设整体为 3%
配送费用率	16.00%	每单配送成本/客单价
每单配送成本	12	
其他费用率（销售、管理、技术等）	8%	由京东、唯品会等电商公司近两年测算为 8~11% 区间，保守假设 8%
利润率	1%	毛利率-损耗率-租金率配送费用率-其他费用率
单日利润(万元)	3	单日营业额*利润率
年化收入(亿元)	10.8	单日营业额*360
年化利润(亿元)	0.1	单日利润*360

资料来源：无冕财经访谈，华泰证券研究所

依托于前置微仓，每日优鲜于今年 7 月推出了“每日优鲜便利购”项目，在企业办公区设立无人货架，消费者通过微信扫码即可进行商品选购与自助付款。目前每日优鲜便利购推出了常温货架、冷藏柜、冷冻柜三种设备，提供商品超过 70 种，可依托其前置微仓每日进行高频补货。

图表60： 每日优鲜无人冷藏柜



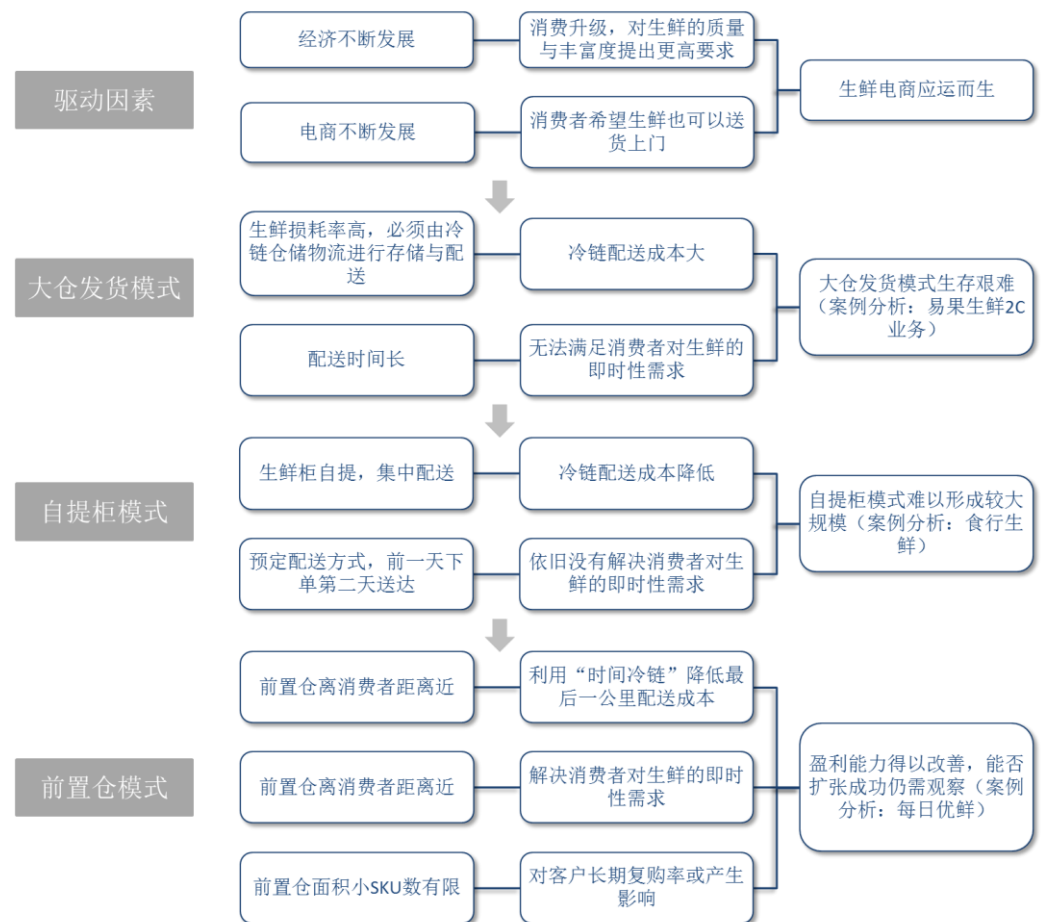
资料来源：华泰证券研究所

前置仓模式解决了消费者的即时性消费需求并在一定程度上降低了生鲜配送成本，但由于前置微仓面积有限，生鲜 SKU 数受到了一定限制，对客户长期的复购率或产生一定影响，不利于其规模扩张。此外，前置仓模式的盈利需要一定范围内有足够的订单支撑，每日生鲜能否在异地复制复制北京地区实现盈利仍需因地跟踪。

看好自提柜和 B2C 前置仓模式下的思路创新

生鲜电商在我国已发展十余年之久，在此期间不断有生鲜电商倒闭出局，也有新的玩家不断进入，新的商业模式不断产生。我们认为生鲜电商模式更迭的本质在于解决两大核心问题：降低冷链配送成本、提高生鲜配送时效。我们看好能够对这两大问题进行一定解决的自提柜模式与 B2C 前置仓模式的思路创新。

图表61： 生鲜零售终端之生鲜电商分析逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

生鲜 O2O：线上线下打通成破题关键，相对看好新兴自营 O2O

生鲜电商冷链配送成本高昂，同时引流成本较高，生鲜电商开始寻求与线下实体店共同运作。在生鲜 O2O 中，将充分发挥线下渠道的价值，线下既有及新建门店（包括商超、便利店以及其他类型社区商户）一方面可在线下作为实体门店独立运营，并作为线下入口为线上进行低成本导流，另一方面则可作为电商的仓储物流中心，降低生鲜电商的仓储配送成本。在上述因素的驱动下，线上与线下相结合的 O2O 模式成为生鲜零售终端新的发展方向。根据线上/线下商品与服务提供商是否一致，我们可将生鲜 O2O 模式分为合作 O2O 模式和自营 O2O 模式。

合作 O2O 模式：配送效率大幅提升，生鲜品控较难解决

便利店 O2O：便利店生鲜经营能力不足，本来便利&爱鲜蜂相继停运

便利店 O2O 模式以本来生活与线下便利店的合作（本来便利）与爱鲜蜂为代表。以本来生活为例，本来生活与线下便利店进行合作的具体模式为：本来生活事先把预测的热销 SKU 配送到便利店中，消费者打开本来便利 APP 后 APP 会根据 LBS 寻找附近 2-3 公里范围内与本来生活合作的便利店，下单后由便利店通过自营物流或者第三方物流配送到客户家中。便利店的 O2O 模式基于以下落地逻辑：

- 1) 对于生鲜电商而言，这种模式下其扮演了便利店生鲜供货商（2B）的角色，扩展了其输出渠道，且由便利店负责解决了最后一公里配送的难题。
- 2) 对于便利店而言，与本来生活合作后可以获得生鲜产品的导入，提升便利店自身的 SKU 丰富度，吸引更多流量并带动店铺销售。
- 3) 对于消费者而言，便利店 O2O 模式能提供短时间内生鲜送货上门服务，解决了消费者对生鲜品的即时性消费需求。

但便利店 O2O 的商业模式实际运营并不成功。本来便利于 2015 年 5 月底上线测试，2015 年 8 月 11 日正式上线，正式上线时已与 300 家便利店合作。经过一年左右的运营，2016 年 6 月本来便利 APP 宣布停运。本来生活停运之后，爱鲜蜂于 2017 年 2 月被 B2B 电商中商惠民收购，也表明其便利店 O2O 模式并未走通。便利店 O2O 模式的失败在于其实际运营中存在的以下缺陷：

- 1) 便利店门店面积较小，能存放的生鲜 SKU 与数量比较有限，无法形成竞争力。
- 2) 便利店缺乏生鲜存放、运营的基础设施和经验，导致生鲜品损耗率高。
- 3) 合并订单少，客单价低，最后一公里配送成本高。

尽管从目前来看，单一生鲜电商与便利店合作的便利店 O2O 模式可能已被证伪，但其他新型的便利店 O2O 商业模式仍在不断涌现。如定位为“新零售基础服务商”的闪电购，一方面帮助便利店对接易果生鲜等生鲜快消品供应商，以提高便利店的供应链能力与商品丰富度；另一方面帮助便利店对接京东到家、达达等大型物流服务商，以提高便利店的物流配送能力。对于生鲜等商品的经营环节，闪电购则通过向商家提供冷风柜等生鲜经营基础设施、派驻专门保鲜团队管控等方式来提高便利店对商品的经营能力。如若便利店对生鲜等商品的经营能力在闪电购的帮助下确能获得大幅提升，此种便利店 O2O 模式或将走通。

图表62： 闪电购为商家提供冷风柜



资料来源：华泰证券研究所

代买制：最后一公里物流方案解决者，生鲜品质/库存同步成为难点

合作 O2O 的另一模式为代买制，该模式以多点 (Dmall) 与京东到家为代表。代买制电商本身不参与到生鲜品的供应链体系之中，而是与线下商超进行合作，顾客在 APP 下单后由电商配送人员到线下商超采购商品并送到顾客家中，不同代买公司的区别在于其与线下商超在信息、物流等环节的合作深度有所不同。

图表63： 多点 APP 生鲜页面



资料来源：多点 APP，华泰证券研究所

图表64： 京东到家 APP 生鲜页面



资料来源：京东到家 APP，华泰证券研究所

代买制电商的本质为生鲜最后一公里物流解决方案的提供者，同时在线下商超供应链的依托下能为消费者提供足够丰富的生鲜产品。但代买制电商的缺点也同样明显：

- 1) 生鲜品均从第三方商家采购，品质较难保证，售后问题较难解决；
- 2) 线上库存量与线下无法做到完全同步，代购员到门店采购时容易出现缺货断货。因此，生鲜代买制模式在消费者购物体验方面存在天然的劣势。

自营 O2O 模式：新业态不断涌现，消费者体验上佳

生鲜 O2O 合作模式难以完全解决商品品质管控与线上线库存打通的问题，自营 O2O 模式则具备相对更顺畅的实施路径。去年以来，以盒马鲜生、大润发优鲜为代表的新型生鲜 O2O 业态纷纷涌现，生鲜流通渠道再次引发变革。

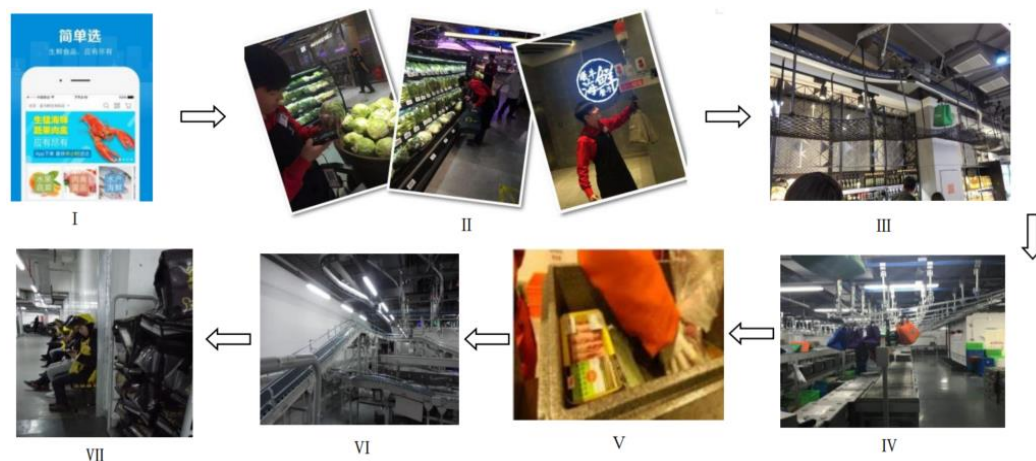
案例分析-盒马鲜生：线下大店+一体化系统，体验良好且具备盈利能力

盒马鲜生为 O2O 自营生鲜模式典型代表。盒马鲜生通过线下门店与线上 APP 相结合的经营模式提供线上线下一体化的生鲜等超市商品和餐饮的零售服务。盒马鲜生最独特之处在于其采用线上线下一体化系统设计，将线上与线下完全打通，实现线上线下同一会员、同一价格、同一营销、同一支付、同一库存。在实现线上线下完全打通的基础之上，在店内设计先进的物流运输系统，从而实现 3 公里范围内半小时送达的快速物流体验。

据我们多次草根调研与研究，盒马鲜生线上订单的配送流程大致如下：

1. 消费者通过盒马 APP 在线上下单；
2. 系统自动匹配最近下单的顾客中地理位置相近的订单，整合为同一批次；
3. 系统将同一批次的商品订单发送至店内拣货员处，拣货员根据品类不同（如肉类、水果、海鲜等）放入相应颜色的口袋中，拣货完毕后投入门店内的投单口处；
4. 商品通过店内传送带传送至后场，同一批次的商品将统一传送至同一栈道；
5. 后场打包员将同一批次的所有商品打包至保温配送箱中，打包过程不需要顺序；
6. 商品打包后通过垂直升降系统传送至配送员处，配送员扫码获取配送地址，按系统规划的路线顺序依次配送；
7. 配送员到达顾客家中，按订单从保温配送箱中取出该顾客商品，完成配送。

图表65： 线上订单盒马店内流程



资料来源：华泰证券研究所

盒马鲜生门店内众多的餐饮业态是其另一大特色，其经营面积占据盒马鲜生经营面积的20%-50%。门店引入餐饮业态的益处在于：

1. 为消费者提供多元化业态，部分餐饮店可对消费者购买的生鲜进行现场加工和店内食用，有助于提高消费者体验，从而起到引流作用。
2. 餐饮店可对盒马鲜生店内临期生鲜商品进行灵活处理，有助于减少生鲜损耗。
3. 盒马外卖可与生鲜错峰配送，从而降低配送成本。

盒马鲜生门店调研及财务测算：全渠道坪效远超传统商超，盈利潜力开始显现

盒马鲜生首家门店上海金桥店于 2016 年 1 月 15 日开业，截止目前已开业 13 家门店（上海 10 家，北京 2 家，宁波 1 家）。我们对金桥店、上海湾店、大宁店等多家门店进行了多次实地调研与跟踪，并通过调研店内工作人员、快递员、店内蹲点观测订单量等方式对门店经营状况进行估算与多方验证。据我们估算，从收入情况看，受益于全渠道销售，盒马鲜生门店坪效在 3-5 万元之间，大大高于普通线下商超；从盈利能力看，2017 年 7 月盒马鲜生宣布首店金桥店（开业于 2016 年 1 月）实现单店盈利。目前盒马鲜生其他门店仍处于亏损状态，但随着未来线上商品订单数的逐步上升，实体门店租金、人工等成本将被逐步分摊，未来同样具备盈利可能性。

图表66：盒马鲜生大宁店财务模型估算

	2017年3月数据	盈亏平衡状态	理想状态	备注
单店日均营业额(元)	350,000	652,500	1,095,000	店内餐饮营业额+外卖营业额+线上/线下商品营业额
店内餐饮营业额(元)	50,000	62,500	75,000	
外卖营业额(元)	20,000	30,000	40,000	订单量*客单价, 下同
外卖订单数	500	750	1000	
外卖客单价(元)	40	40	40	
线上商品营业额(元)	140,000	350,000	700,000	
线上商品客单价(元)	70	70	70	
线上商品订单数	2000	5000	10000	
线下商品营业额(元)	140,000	210,000	280,000	
线下商品客单价(元)	70	70	70	
线下商品订单数	2000	3000	4000	
毛利率	20%	20%	20%	
门店租金(元/天)	39,000	39,000	39,000	
门店面积(平方米)	13,000	13,000	13,000	
每平方米租金(元/天)	3	3	3	
配送费用	17,500	40,250	77,000	
单笔配送成本(元)	7	7	7	
订单总数	2500	5750	11000	外卖订单数+线上商品订单数
员工费用	25200	23700	25200	
店内工作人员	168	158	168	
人均日工资(元/天)	150	150	150	
租金费用率	11.14%	5.98%	3.56%	
配送费用率	5.00%	6.17%	7.03%	
员工费用率	7.20%	3.63%	2.30%	
其他费用率	5.00%	4.00%	3.00%	假设其他费用相对固定, 因此其他费用率随营收增长而下降
费用率合计	28.34%	19.78%	15.89%	
利润率	-8.34%	0.22%	4.11%	
单店利润额(元)	-29200	1450	44950	
年化利润(万元)	-1065.8	52.925	1640.675	

资料来源：华泰证券研究所

案例分析-大润发优鲜:背靠强大既有生鲜供应链, O2O 模式不断进化

面对电商与新零售业态的不断冲击,传统超市零售巨头大润发亦开始积极寻求转变。2013年大润发即成立电商飞牛网,以当地省份大仓作为发货点,以消费者线上下单、线下门店发货的 O2O 模式提供配送服务。

2017年5月,大润发上线飞牛急速达业务, O2O 模式进一步升级。与原有的大润发发仓模式不同,急速达以就近配送为原则,将大润发在全国的近 400 家门店均作为发货点,以自有物流飞牛物流为主,第三方物流为辅的配送方式实现 3 公里内 1 小时送达。

2017年7月7日,大润再次推出 O2O 新业态店大润发优鲜(原名飞牛优鲜)。大润发优鲜店首家线下门店由原有上海大润发杨浦店改造而成,线上部分则推出了专属 APP 大润发优鲜。大润发优鲜与原飞牛急速达相比的区别在于:

- 1) 生鲜商品与食材升级。飞牛优鲜经营品类以生鲜为主,涵盖生鲜、酒水饮料、日用百货、快消等分类,其中生鲜包含水果蔬菜、肉禽蛋品、海鲜水产、现制烘焙、面点熟食等,并聘请星级大师主厨烘焙。
- 2) 更强大的线上订单承载能力与更快的配送速度。大润发在优鲜门店内引入与盒马鲜生类似的自动传输带系统,与全程依靠人工拣选商品的急速达相比在店内商品拣选与配送环节更为高效,且具备更强大的线上订单承载能力。配送速度方面,急速达配送能力为 3 公里内 1 小时送达,而大润发优鲜最快可实现半小时送达。

图表67： 大润发优鲜杨浦店配送范围



资料来源：大润发优鲜 APP，华泰证券研究所

图表68： 大润发优鲜销售品类



资料来源：大润发优鲜 APP，华泰证券研究所

而与盒马鲜生等其他新型生鲜 O2O 业态相比，大润发优鲜的特色在于：

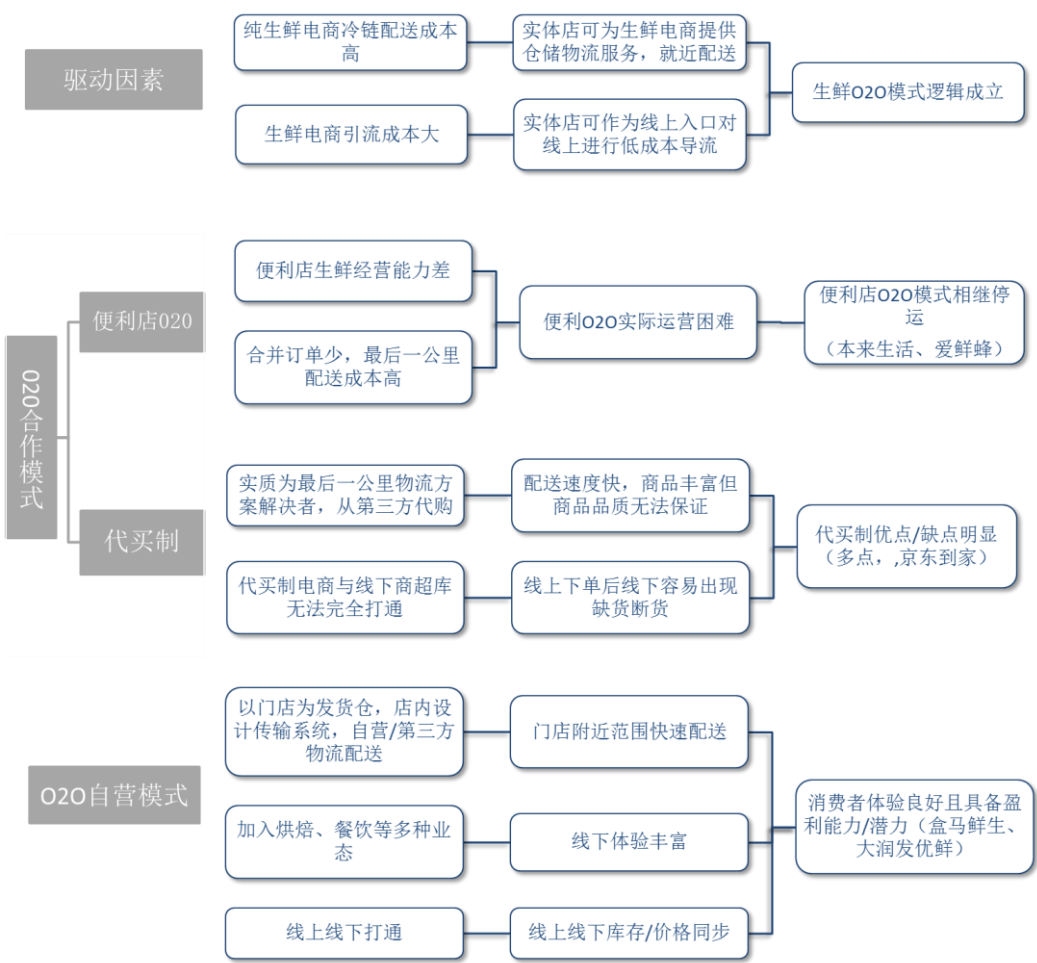
- 1) 背靠强大的既有生鲜供应链。大润发优鲜以原有大润发线下超市业务为基础，大润发作为传统超市巨头具备丰富的生鲜自营经验，在生鲜品的采购规模、源头直采占比、损耗控制等方面均处于业内领先地位。
- 2) 改造店成本与风险较低，可复制性强。大润发优鲜由原有大润发超市改造而成，可依据超市原有经营状况与消费客群分析为依据进行选址改造，有利于大幅降低开店成本与风险，具备强大的可复制性。
- 3) 更多样化的支付方式。大润发优鲜支持现金、微信、支付宝、飞牛网购物卡等多种支付方式，支付更人性化。

据媒体《商业观察家》，大润发飞牛网联席 CEO 袁彬表示，目前大润发平均一家门店中，飞牛急速达加上第三方平台每天订单在 200 单左右，增量约为门店的 3%，而大润发优鲜作为高配版保守能达到 5-10% 的增量。可见大润发优鲜门店改造后仍以线下为主，线上为辅。我们预计，背靠大润发线下门店网络的既有沉淀，优鲜的模式改造将有助于大润发抓住社区 O2O 需求，进一步发挥商品供应链能力，强化规模经济。

新兴自营 O2O 模式消费者体验佳且具备盈利能力，看好盒马鲜生

O2O 模式能将线上/线下资源与优势充分结合，其难点则在于实现线上线下商品库存、会员等信息的同步。以盒马鲜生为代表的自营 O2O 模式通过技术创新，以一体化系统设计将线上与线下进行完全打通，同时引入先进的物流运输系统提高配送效率，消费者体验佳且具备盈利能力，看好其未来发展。

图表69： 生鲜零售终端之生鲜 O2O 分析逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

产业梳理总结及股票投资建议

生鲜零售变迁：本质在于对流通环节的不断优化

我国生鲜产业链最大痛点在于中游流通环节层级过多，损耗率居高不下。而通过分析生鲜零售终端变迁过程我们发现，每一次零售终端新业态的本质均在于其对流通环节的优化。农贸市场的出现取代了原计划经济模式，使得生鲜的流通更具效率；生鲜超市的发展则基于农超对接模式的不断成熟，从而缩短了农户至超市之间的流通环节；生鲜电商亟待降低冷链配送成本，自提柜、前置仓等模式均为对生鲜配送方式的优化；O2O 采取线上线下相结合的方式，将线下门店作为发货仓，其本质仍是对生鲜最后一公里流通方式的改善。

图表70： 各生鲜终端业态优化的流通环节与方式

生鲜终端业态	代表公司	优化的流通环节与方式
农贸市场		取代原计划经济模式，使生鲜流通市场化，提高流通效率
生鲜服务商	宏辉果蔬	对接上游农户与下游零售终端，优化农超对接中间环节
生鲜超市	永辉超市	基地直采，直接对接上游农户，大幅缩短流通环节
生鲜电商之大仓发货模式	易果生鲜等	自建冷链仓储物流，为消费者提供生鲜送货上门服务
生鲜电商之自提柜模式	食行生鲜	采用预定配送方式，集中配送至自提柜以降低生鲜配送成本
生鲜电商之前置仓模式	每日优鲜	以前置仓为发货点，提高生鲜配送速度并降低配送成本
便利店 O2O 模式	本来生活	由便利店负责生鲜最后一公里物流配送
代买制 O2O 模式	多点/京东到家	由专业第三方负责生鲜最后一公里物流配送
自营 O2O 模式	盒马鲜生/大润发优鲜	以线下门店为发货仓，店内引入传输带系统，以自营/第三方物流配送的方式，提高生鲜最后一公里配送速度

资料来源：华泰证券研究所

生鲜零售展望：顺应趋势演进模式，先求生存再谋发展

通过对生鲜零售终端发展历程进行深入的剖析之后，我们对生鲜零售渠道的未来发展提出以下核心观点：

(1) 生鲜商品特别是日常生鲜，其刚需高频但高费用、低毛利的属性，使得生鲜零售的业态模式演进较难形成直接的规模经济，这一方向的投资领域也一直以来是一条足够长但可能相对不够宽的赛道。随着新技术、新思路的诞生，这一局面正在逐渐改变。

(2) 从未来趋势看，无论是农贸市场、生鲜超市还是生鲜电商（B2C 及 O2O），都将因其独特的需求场景而继续具备存在价值，但都必须顺应消费体验更加舒适化、消费商品更加品质化的趋势，否则未来将会难以生存。

(3) 对于线下生鲜零售渠道而言，通过生鲜服务商间接、或直接打通“农超”，缩短生鲜流通环节，同时掌握自主生鲜运营能力的泛超市业态将在线下生鲜零售，特别是日常生鲜零售中扮演越来越重要的角色，其市场份额将持续扩大。

(4) 对于线上生鲜电商而言，无论是 B2C 还是 O2O，目前从财务模型看都没有经历完整的市场考验，但是高频流量的诱惑，使得电商平台或者垂直玩家不断在进入这个市场，且都在一些探索的模式中出现了依靠售卖实现独立盈利的曙光。

(5) 生鲜电商（包括 B2C 和 O2O）模式更迭的本质在于解决两大核心问题：降低冷链配送成本与提高生鲜配送时效，而其中降低冷链配送成本则为实现独立盈利的关键。因此，我们既看好 B2C 的前置仓和自提柜的思路创新，也看好新兴自营 O2O（如盒马鲜生），同时像闪电购这样具有较强资源整合能力的合作 O2O 服务商也有希望走的更远。

(6) 我们早前看好的武汉家事易败走麦城，这给了我们如何看待生鲜电商乃至整体生鲜零售更深刻的启示：1、生鲜电商前景光明但道路曲折，整体仍处于快速发展的创业期，资本力量不容忽视；2、在技术、模式都没有致命伤的前提下，连续亏损直接原因是订单数和密度不够，可能反映了当地市场接纳度以及运营公司在供应链（包括生鲜损耗控制、毛利率、SKU 丰富度等方面）上的短板。

股票投资建议：关注永辉超市、家家悦、宏辉果蔬

超市板块推荐具备对接“农超”能力，缩短生鲜流通环节，同时掌握自主生鲜运营能力的公司，推荐永辉超市（“增持”），关注家家悦（暂未覆盖）。此外关注专业生鲜产品服务商宏辉果蔬（暂未覆盖）。

图表71：上市公司经营状况（截止 2016 年）

公司名称	业态类型	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	门店数量
永辉超市	超市	493.32	12.42	487
家家悦	超市	107.77	2.51	631
宏辉果蔬	生鲜产品服务商	6.76	0.61	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com