

2019-3-30

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

## 零售业行业

# 生鲜系列专题之总结篇：需求井喷，到家与到店之争

## 报告要点

### ■ 需求井喷，社区生鲜渐兴起

在消费者对生鲜商品购买的便利性需求凸显趋势下，布局贴近社区、生鲜品类为主打的社区生鲜业态自 2014-2017 年间集中创立，2018-2019 年加速发展。本篇报告，我们旨在透过社区生鲜纷繁复杂的模式，总结其模式跑通的核心难点和先决条件，并深入研究生鲜流通渠道变迁背后的动因演变过程，以期前瞻预判具备何种能力的企业能率先从社区生鲜赛道中脱颖而出。

### ■ 模式总结，到家与到店之争

根据消费场景的差异我们将社区生鲜业态大致划分为到店和到家模式，我们认为从共性上来看，无论是到家模式还是到店模式，本质上都是为满足生鲜购买的便利性需求，负担了更高的租金成本或者额外的配送成本，而社区生鲜业态的盈利关键便在于主营销售毛利率偏低损耗偏高的生鲜品类，叠加行业格局尚未稳固，向消费者收取便利性溢价较为困难。因此社区生鲜业态盈利模式的症结是生鲜本身的低毛利率特点与租金、物流成本上升的矛盾，需强化生鲜商品的差异性、掌握一定定价权方能提升终端溢价水平；此外，从到家模式的特性上来讲，集中、密集且高频的终端配送模式对物流配送技术优化提出较高要求。

### ■ 追根溯源，各模式跑通之辨

我们认为，社区生鲜业态的创新、生鲜流通渠道由大转小的过程，其背后对应了两重生产要素的深刻变化，对应前述的分析，这两重要素也是决定社区生鲜模式能否跑通的关键因素：第一是生鲜商品定价权的变化，第二是物流配送方式的演变。生鲜商品定价权的变化，是渠道端采用对生鲜商品进行加工或自建生鲜分级标准的方式，强化商品差异性，从而掌握一定生鲜产品的定价权，使得生鲜产品拥有溢价空间，覆盖社区生鲜业态相较于大卖场而言较高的运营成本；第二是物流配送方式的变化，由于社区生鲜店普遍门店面积较小，仓储和生鲜加工的空间有限，为了降低缺货率、提升保鲜度、降低相对高企的配送成本，客观上对物流配送的要求较高，需要：高比例的统一配送体系、小批量高频次和冷链物流配送能力、较强的仓储物流中心的生鲜预加工能力，同时，到家模式下还需倚靠技术进步提升路径规划效率来降低成本。

### ■ 投资建议，推荐永辉家家悦

结合生鲜品类从统一采购、物流配送到精细化运营全流程的管理能力，门店外延扩张的精准定位和展店计划，我们重点推荐：永辉超市和家家悦。

**风险提示：**

1. CPI 持续大幅下行；
2. 行业竞争恶化价格战持续时间超预期。

分析师 **李锦**

☎ (8627) 65799539

✉ lijn3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080004

分析师 **陈亮**

☎ (8627) 65799539

✉ chenliang5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070017

联系人 **罗祎**

☎ (8627) 65799532

✉ luoyi1@cjsc.com.cn

分析师 **刘亚舟**

☎ (8627) 65799539

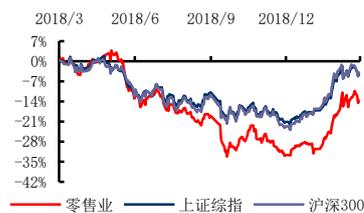
✉ liuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020003

## 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601933	永辉超市	买入
603708	家家悦	买入

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《从云集看会员制社交电商经营模式》2019-3-24

《2018Q4 电商综述：规模较快增长，促销季盈利弱化》2019-3-18

《母婴系列报告之二：再论行业景气与盈利特点》2019-3-13

## 目录

需求井喷，社区生鲜渐兴起 .....	4
模式总结，到家与到店之争 .....	5
社区生鲜超市，考验精细化运营 .....	6
精品生鲜小店，平衡溢价和频次 .....	8
前置仓储发货，流量与客单并重 .....	9
到家到店结合，成本与定位高企 .....	11
追根溯源，各模式跑通之辩 .....	13
强化生鲜差异，掌握商品定价权 .....	13
生鲜商品加工力 .....	13
生鲜标准制定权 .....	15
小批高频配送，路径规划要求高 .....	16
投资建议：推荐永辉家家悦 .....	18

## 图表目录

图 1: 主要的社区生鲜公司创办时间 .....	4
图 2: 生鲜流通格局的变化情况 .....	4
图 3: 57 个样本社区生鲜品牌的创立年份情况 .....	4
图 4: 社区生鲜品牌门店规模状况 .....	5
图 5: 样本社区生鲜企业单店面积情况 .....	5
图 6: 样本社区生鲜企业生鲜占比情况 .....	5
图 7: 样本社区生鲜企业客单价情况 .....	5
图 8: 对社区生鲜业态代表性模式和特点的划分 .....	6
图 9: 百果园销售额增长情况 (亿元) .....	9
图 10: 钱大妈门店数量增长情况 (家) .....	9
图 11: 每日优鲜 2017-2018 年销售额 (亿元) .....	10
图 12: 每日优鲜配送体系 (社区配送中心即为前置仓) .....	10
图 13: 生鲜上游、中游和下游代表性公司毛利率分布情况 .....	14
图 14: 百果园内部四度一味生鲜分级标准 .....	16
图 15: 百果园将生鲜采购标准进一步延伸采购端建立直采体系 .....	16
图 16: 到店模式下, 小店和小店配送方式的差别 .....	17
图 17: 日本 7-11 早期物流模式——单个供货商直接送到门店 .....	17
图 18: 日本 7-11 目前物流模式——共同配送中心配货 .....	17
图 19: 到家模式, 与到店模式配送环节上的差异 .....	18
图 20: 截至 2018H1 家家悦各业态门店数量情况 .....	19
图 21: 2017 年以来家家悦收入增长提速 .....	19
图 22: 家家悦自有品牌在销售额中占比维持较高水平 .....	20
图 23: 家家悦配餐中心、生鲜加工中心和食品工业园等基础设施完善 .....	20
表 1: 社区生鲜业态分类和代表性企业经营情况 .....	6
表 2: 重庆永辉 mini 店和永辉大卖场产品价格 (单位: 元) 对比 .....	7
表 3: 对谊品生鲜单店模型进行假设和敏感性分析 (除特殊注明, 其余单位为万元) .....	8
表 4: 对钱大妈单店模型进行假设和敏感性分析 (除特殊注明, 其余单位为万元) .....	9
表 5: 对叮咚买菜单仓模型进行假设和敏感性分析 (除特殊注明, 其余单位为万元) .....	10
表 6: 对盒马鲜生单店进行假设和敏感性分析 (除特殊注明, 其余单位为万元, 订单量单位为“单”) .....	11
表 7: 协会统计的样本社区生鲜企业各经营指标均值 .....	12
表 8: 钱大妈门店猪肉品类价格情况 .....	14
表 9: 共和生鲜超市猪肉品类价格情况 .....	15
表 10: 华润万家超市猪肉品类价格情况 .....	15
表 11: 2016 年天猫开始建立生鲜类商品等级标准 .....	15
表 12: 2018 年 5 月 18 日京东推出生鲜品类分级和包装标准 .....	15
表 13: 大众点评不完全统计的当前永辉 mini 店全国分布情况 .....	18

## 需求井喷，社区生鲜渐兴起

社区生鲜业态是指以生鲜品类为特色、毗邻社区布局、满足消费者便利性需求的业态，通常以小店模式运营，自 2014-2017 年间集中创立，2018-2019 年加速发展。我们认为，社区生鲜店与大卖场之间并不一定是严格的此消彼长分流关系，其背后对应的仍是生鲜流通渠道现代化、规范化的演变过程。

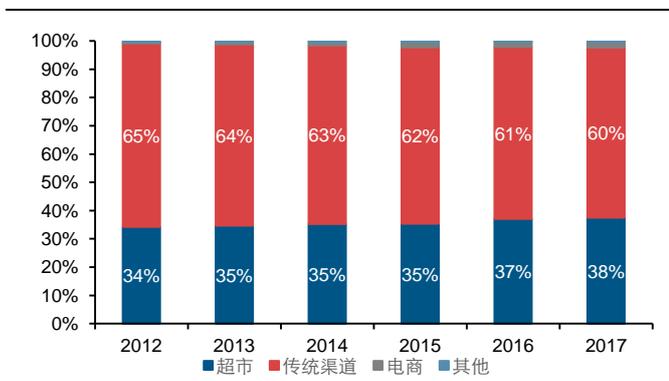
本篇报告，我们旨在透过社区生鲜纷繁复杂的模式，总结其模式跑通的核心难点和先决条件，并深入研究生鲜流通渠道变迁背后的动因演变过程。

图 1：主要的社区生鲜公司创办时间



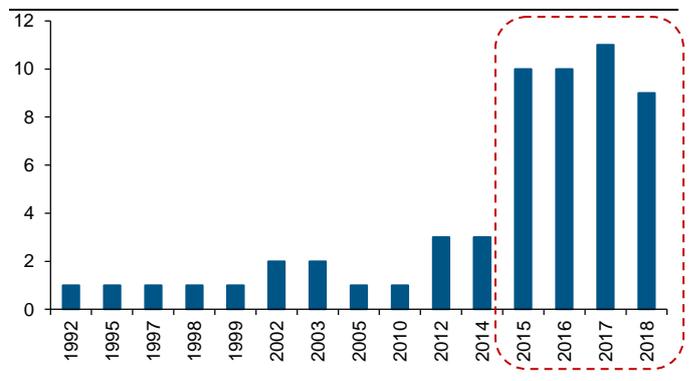
资料来源：各公司官网，长江证券研究所（叮咚买菜前身为叮咚小区，此处按叮咚小区创始时间来算）

图 2：生鲜流通格局的变化情况



资料来源：欧睿，长江证券研究所（我们预计传统渠道指非连锁化的街边店、菜场等渠道）

图 3：57 个样本社区生鲜品牌的创立年份情况

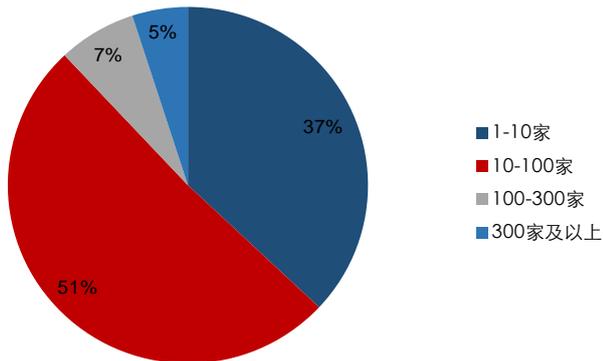


资料来源：中国连锁经营协会，长江证券研究所（纵轴代表当年创立的社区生鲜品牌个数）

## 模式总结，到家与到店之争

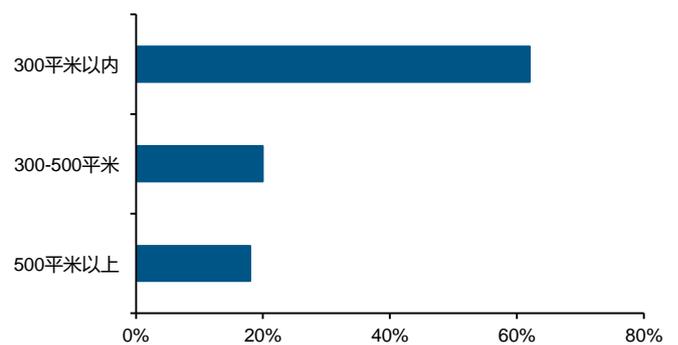
相较于大店而言，社区生鲜业态具备以生鲜占比高、高频次、低客单价、门店面积相对较小的特点。从门店形态来看，社区生鲜业态门店面积相对较小多在 300 平米以内，生鲜占比相对较高，大多社区生鲜企业生鲜占比在 40%以上，购买频次高但客单价低的特点，客单价常见在 20-30 块的区间内。

图 4：社区生鲜品牌门店规模状况



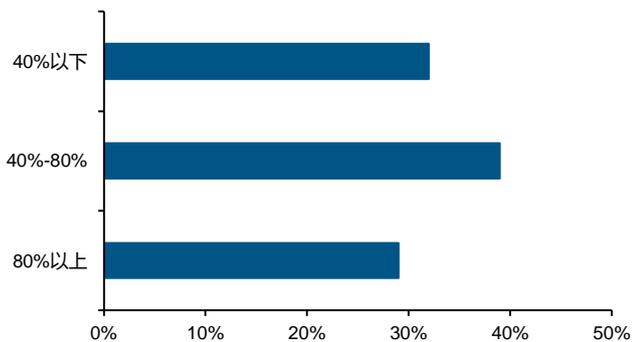
资料来源：中国连锁经营协会，长江证券研究所

图 5：样本社区生鲜企业单店面积情况



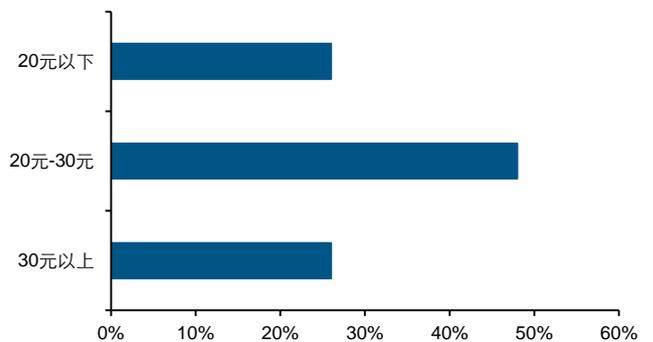
资料来源：中国连锁经营协会，长江证券研究所

图 6：样本社区生鲜企业生鲜占比情况



资料来源：中国连锁经营协会，长江证券研究所

图 7：样本社区生鲜企业客单价情况



资料来源：中国连锁经营协会，长江证券研究所

根据商品定位、配送方式、消费场景的差异，我们将社区生鲜业态划分为到店模式、到家模式和到家+到店一体化模式：到店模式特指纯实体店消费，配送到家服务相对较小，根据商品定位的差异，可以分为定位偏大众化的生鲜社区超市、定位偏品质化商品更为精选的生鲜精品便利店；到家模式指的是前置仓配送到家模式，前置仓不做门店生意、不开门营业，仅满足高频配送的前端仓储需求；而到店+到家一体化的典型代表便是盒马模式，门店既开门营业，又承担了线上仓储配送功能，门店线上线下的占比相对较为均衡。不同的商品定位、消费场景，其背后对应的盈利模式不尽相同，以下我们将以代表性公司为例进行详细对比分析：

图 8：对社区生鲜业态代表性模式和特点的划分



资料来源：中国连锁经营协会，长江证券研究所

表 1：社区生鲜业态分类和代表性企业经营情况

类型	代表企业	区域	门店面积
生鲜社区超市	谊品生鲜	合肥、重庆、南京等	300-800 平米
	永辉 mini 店	福州、重庆、成都、合肥等	300-1000 平米
	生鲜传奇	合肥等	200-300 平米
生鲜精品便利店	永辉生活	福州、上海、北京等全国布局	100-200 平米
	钱大妈	深圳、广州等	100-200 平米
	百果园	立足广东、辐射华南	30-50 平米
前置仓模式	每日优鲜	上海、北京、广东等一二线	前置仓 200 平米
	叮咚买菜	上海	前置仓 300 平米
	食享会	45 个城市近 2 万个小区	-
店仓一体化模式	盒马鲜生	上海、北京、广东等一线城市	5000-8000 平米

资料来源：各公司官网，长江证券研究所

## 社区生鲜超市，考验精细化运营

谊品生鲜和永辉 mini 店是社区生鲜超市的典型代表，其经营模式的特点主要：**1) 定位偏大众化**，这一点，从重庆永辉 mini 店和附近的大卖场产品价格差距不大，可以窥见一斑；**2) 商品 SKU 承载量较大**：相较于生鲜精品便利店而言，社区生鲜超市门店面积相对较大，多在 500 平米左右，更大的门店面积利于承载国内大众居民多样化生鲜消费需求，**3) 对周边客群的消费能力要求不那么高，对应租金成本相较于其他社区生鲜业态而言压力较小**：毗邻社区布局且一般较少做 CBD 门店，租金相对而言适中。

表 2：重庆永辉 mini 店和永辉大卖场产品价格（单位：元）对比

品类	产品名称	永辉 mini 店价格	规格	永辉大卖场价格	规格
蔬菜	云南茼蒿尖	2.38	550-600g	2.98	400-500g
蔬菜	儿菜	1.58	800-1000g	1.98	650-700g
蔬菜	红菜椒	2.98	200-250g	3.80	200-250g
蔬菜	香菜	1.58	60g	1.58	60g
蔬菜	水白菜	2.58	500-600g	3.58	500-600g
蔬菜	西兰花	4.58	400-500g	4.58	350-450g
蔬菜	云南瓢儿白	2.98	500g	2.80	500g
水果	砂糖桔	4.98	450-500g	4.99	450-500g
水果	皇帝蕉	5.98	500g	4.98	500g
水果	龙眼	10.8	500g	10.90	450-500g
水果	火龙果	7.8	400g±30g	6.80	450-500g
水果	新疆香梨	10.8	600-650g	11.17	650-700g
水果	小台农芒	13.8	450-500g	12.90	450-500g
水果	套袋红富士	15.98	900-1000g	19.50	900-1000g
水果	佳沛绿奇异果	15.96	四粒装	17.50	四粒装
水果	蓝莓	13.8	120g	13.90	盒
水果	千禧小番茄	7.98	500g	8.80	500g
肉禽	后腿瘦肉	11.9	500g	11.90	500g
肉禽	里脊肉	10.36	350g	10.36	350g
肉禽	筒子骨	12.96	500-600g	25.60	800-900g
肉禽	黄腊丁	18.98	500-600g	23.76	550-600g
标品	可比克原味薯片	4.9	60g	3.90	60g
标品	旺旺仙贝	7	52g	6.00	52g
标品	泸州老窖52度1573国窖	919.00	500ml	919.00	500ml
标品	可口可乐零度	23.00	300ml*12	14.80	300ml*12
标品	心相印软抽纸	16.90	200抽*3	16.90	200抽*3
标品	奥妙深层洁净洗衣粉	52.00	4.2kg	52.90	4.2kg

资料来源：京东到家，长江证券研究所（红色代表价格显著较低的一方；永辉 mini 店选取重庆丽景天成店为代表，永辉大卖场选取与其较为相邻的水木天地店为代表，价格采集时间为 2019 年 2 月 17 日）

从盈利模式来看，社区生鲜超市具备低客单价、高频消费、终端溢价空间相对较小、租金成本相对其他社区生鲜业态较低的特点，由于定位大众，社区生鲜超市很难从终端售价形成较高溢价空间，为了覆盖其相较于大店而言更高的运营成本，精细化运营、损耗控制和门店商品组合的尽可能优化来提升频次，构成其盈利模型跑通的核心要素。

表 3：对谊品生鲜单店模型进行假设和敏感性分析（除特殊注明，其余单位为万元）

经营指标	单店日均流水 3 万	单店日均流水 4 万	单店日均流水 5 万
门店面积（平方米）	500	500	500
单店日均流水	3	4	5
单店年销售额	1095	1460	1825
综合毛利率（扣损耗后）	14%	14%	14%
单日单平米租金（元/平米/天）	5	5	5
单店全年租金	91	91	91
单店人工数量（人）（从上至下依次是店长，合伙人和普通员工）	1 4 10	1 4 10	1 4 10
人工月均工资（元/月）（从上至下依次是店长，合伙人和普通员工）	7000 4000 2500	7000 4000 2500	7000 4000 2500
单店全年人工	58	58	58
单店资本开支	100	100	100
五年摊销全年折摊费用	20	20	20
单店全年水电及杂费	26	26	26
单店全年税前利润	-42	9	60

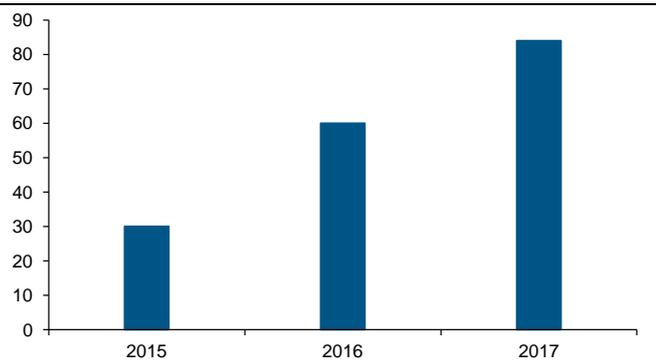
资料来源：长江证券研究所

## 精品生鲜小店，平衡溢价和频次

**精品生鲜便利店相较于社区生鲜超市而言，定位上倾向于小而精：**在门店面积偏小的背景下，精品生鲜便利店通过精选商品、提供品质差异化商品的方式尽可能抬升终端毛利空间，由于商品以精品生鲜为主，定位人群偏中高端，对周边客群的消费能力要求较高，因此选址上贴近中高消费人群为主。钱大妈、百果园为精品生鲜便利店的典型代表。

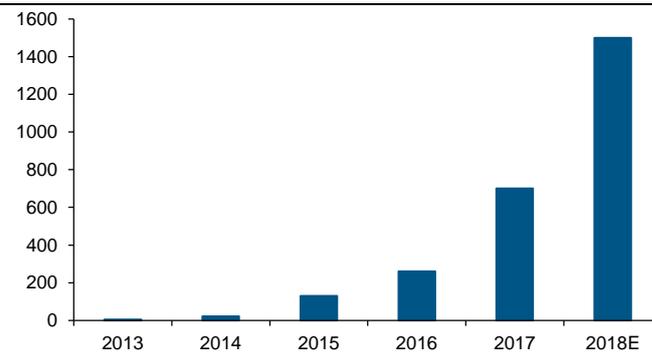
从盈利模型的角度来看，由于商品定位偏精品，精品生鲜便利店业态毛利端的优势较为显著，但相应的，租金成本的压力较大，高企的租金压力与较低消费频次下坪效的提升难度，构成其盈利模式能否跑通的核心要素，因此在商品精选上如何平衡溢价水平和消费频次的关系，从而最终提升毛利坪效水平，是其盈利模式的关键难点。

图 9：百果园销售额增长情况（亿元）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 10：钱大妈门店数量增长情况（家）



资料来源：公司官网，搜狐财经，长江证券研究所

表 4：对钱大妈单店模型进行假设和敏感性分析（除特殊注明，其余单位为万元）

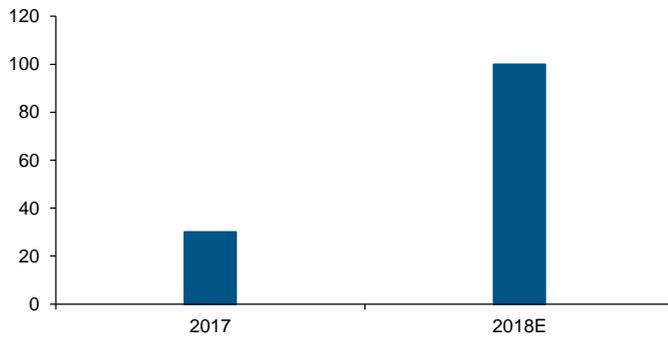
经营指标（单位：万元）	单店日均流水 0.8 万	单店日均流水 1.5 万	单店日均流水 2 万
门店面积（平方米）	80	80	80
单店日均流水	0.8	1.5	2
单店年销售额	292	548	730
综合毛利率（扣损耗后）	20%	20%	20%
单店单平米租金（元/平米/天）	10	10	10
单店全年租金	29	29	29
单店人工数量（人）	7	7	7
人工月均工资（元/月）	4500	4500	4500
单店全年人工	38	38	38
单店资本开支	20	20	20
五年摊销资本开支	4	4	4
单店全年水电费用	5	5	5
单店全年税前利润	-18	34	70

资料来源：长江证券研究所

## 前置仓储发货，流量与客单并重

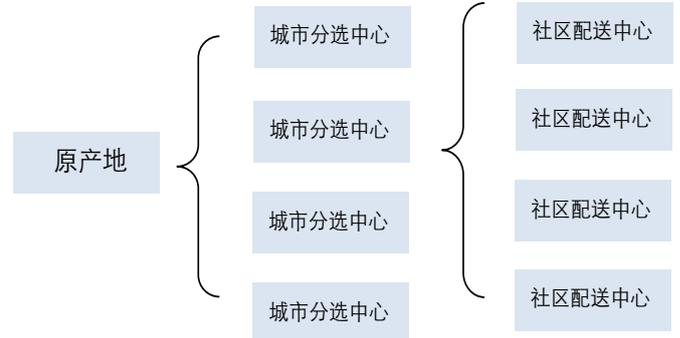
前置仓模式的典型代表是每日优鲜和叮咚买菜，其模式核心为在社区周边布局前置仓满足高频配送的需求，前置仓在 200-300 平米左右，不开门营业，仅作前端配送的仓储功能使用，相较于另一种到家模式——店仓一体化模式而言，前置仓发货模式的优点是配送及时，由于只需要承担仓储功能不开门营业，对选址的要求不高因此租金压力相对较小，但不足之处在于，第一，受限于仓库面积较小、品种相对受限，对公司选品能力提出了更高要求；第二，前置仓不开门营业无法享受其作为门店的外部性功能——生鲜商品体验性和门店为生鲜商品质量做出背书。

图 11：每日优鲜 2017-2018 年销售额（亿元）



资料来源：亿邦动力网，长江证券研究所

图 12：每日优鲜配送体系（社区配送中心即为前置仓）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

具体到盈利模式，通过对叮咚买菜单店模型进行假设和测算，可以发现，相较于门店模式而言，到家模式增加了每单配送成本，在当前处于市场导入和消费习惯培养期，大部分生鲜到家 APP 均设置了较低的免配送费门槛，使得配送成本成为额外的门店运营成本之一，而配送成本的降低和有效覆盖，则取决于两个维度：第一是技术手段解决配送路径的优化带来成本的压缩，第二是提升每单毛利额来尽可能覆盖每单配送成本。

因此可以总结出，前置仓模式的盈利突破点在于两方面：第一是流量的问题，表现为订单密度需要提升，从而覆盖其作为仓库的运营成本；第二是配送成本的问题，通过商品优化促使每单客单价的提升，覆盖每单配送成本。远期来看，技术改进促配送路径优化以及消费者付费意愿的培养，均有助于配送成本的降低和有效覆盖。

表 5：对叮咚买菜单仓模型进行假设和敏感性分析（除特殊注明，其余单位为万元）

	日均订单 800 单	日均订单 1000 单	日均订单 1500 单
门店面积 (平米)	300	300	300
客单价 (元/单)	50	50	50
单仓日流水	4	5	7.5
单仓年销售额	1460	1825	2738
毛利率	18%	18%	18%
<b>人工成本：</b>			
配送员数量 (人)	20	20	20
配送员年变动工资	117	146	219
配送员年固定工资	96	96	96
分拣员数量 (人)	10	10	10
分拣员年工资 (元/月/人)	60	60	60
<b>租金成本：</b>			
单日单平米租金 (元/平米/天)	5	5	5
年租金成本	55	55	55
<b>折旧摊销费用：</b>			
单仓资本开支	45	45	45
五年摊销每年摊销费用	9	9	9
水电费用率	1.5%	1.5%	1.5%

年度水电费用	22	27	41
年度税前利润	-96	-65	13

资料来源：长江证券研究所

## 到家到店结合，成本与定位高企

店仓一体化模式的典型代表是盒马鲜生，门店既开门营业，又承担了线上配送的仓储分拣功能，从体验上来讲，盒马模式满足了生鲜现场体验和便利性到家服务的双重需求，且门店开门营业为生鲜品质提供了一定的背书，因此客流的获取能力、用户的使用黏性和频次是相对较强的，但从成本的角度出发，由于门店开门营业所以其对选址的要求较高，租金成本相较于纯前置仓模式而言较高，所以其成本结构与前置仓模式的差异，便归结到店仓一体化模式下门店开门营业的流水能否覆盖其相较于前置仓而言更高的租金成本的问题。

盈利难点而言，双线订单拆分、门店分拣和合并管理对门店后台管理和信息系统提出了更高的要求，而由于租金成本相对更高，也是为了覆盖每单变动的配送和分拣成本，客观上对前端商品的定位提出了更高要求。

表 6：对盒马鲜生单店进行假设和敏感性分析（除特殊注明，其余单位为万元，订单量单位为“单”）

盒马鲜生	线上订单量 3000，	线上订单量 4800，	线上订单量 6000，
	线下订单量 2000	线下订单量 3200	线下订单量 4000
面积（平方米）	5000	5000	5000
线下客单价（元/单）	120	120	120
线上客单价（元/单）	80	80	80
日均线下订单量（单）	2000	3200	4000
日均线上订单量（单）	3000	4800	6000
日均整体订单量（单）	5000	8000	10000
门店整体销售额	17520	28032	35040
毛利率	22%	22%	22%
配送成本：			
每单配送成本（元/单）	8	8	8
每单分拣成本（元/单）	6	6	6
全年配送成本	1533	2453	3066
租金成本：			
单平米单日租金（元/平米/天）	6	6	6
全年租金成本	1095	1095	1095
人工成本：			
门店人数（不含配送）	150	150	150
单人工工资（元/月）	5000	5000	5000
门店员工成本	900	900	900
折旧摊销：			
单店投资	3500	3500	3500
五年摊销全年折旧摊销成本	700	700	700

水电、营销、网络费用率	3%	3%	3%
全年水电、营销、网络等杂费	526	841	1051
年度税前利润	-899	178	897

资料来源：长江证券研究所（以上暂不考虑技术人员支持等系统维护费用）

总结来看，我们认为无论是到家模式，还是到店模式，其本质上对应的都是更高的租金成本或者额外的配送成本，从而为了满足消费者的便利性消费需求。社区生鲜业态的盈利难点在于主打通常意义上毛利率相对较低损耗相对较高的生鲜品类，叠加行业格局处于激烈竞争态势，向消费者收取便利性溢价较为困难。因此我们总结，社区生鲜业态的根本盈利难点为生鲜品类本身的低毛利率特点与租金成本、配送成本高企的矛盾，在下一部分，我们将继续探讨社区生鲜业态盈利模式跑通的两个关键要素：商品定价权和配送能力。

表 7：协会统计的样本社区生鲜企业各经营指标均值

经营指标	样本平均值
门店面积	314 平方米
整体门店数量	24 家
生鲜销售占比	53%
生鲜产地直采比例	27%
生鲜品类毛利率	19.60%
生鲜品类损耗率	8%
单店日均销	17000 元
人员工资	3643 元/月
人员工资占比	8%
租金成本占比	5.60%
客单价	23 元
线上平均占比	9.60%

资料来源：中国连锁经营协会，长江证券研究所

## 追根溯源，各模式跑通之辩

当前市场最关注的问题仍是这一批纷繁复杂的社区商业业态能否跑通的问题，我们认为，社区生鲜业态的创新、生鲜流通渠道由大转小的过程，其背后对应了两重生产要素的深刻变化，对应前述的分析，这两重要素也是决定社区生鲜模式能否跑通的关键因素：

**第一是生鲜商品定价权的变化，第二是物流配送方式的演变。**

生鲜商品定价权的变化，是生鲜渠道端采用对生鲜进行加工或自建生鲜分级标准的方式，强化商品差异性，从而掌握一部分生鲜产品的定价权，使得生鲜产品拥有溢价空间，覆盖社区生鲜业态相较于大卖场而言较高的运营成本。

物流配送方式的变化，由于社区生鲜店普遍门店面积较小，仓储和生鲜加工的空间有限，为了降低缺货率、提升保鲜度、降低相对高企的配送成本，客观上对物流配送的要求较高，需要：高比例的统一配送体系、小批量高频次和冷链物流配送能力、较强的仓储物流中心的生鲜预加工能力，同时，到家模式下还需倚靠技术进步提升路径规划效率来降低成本。

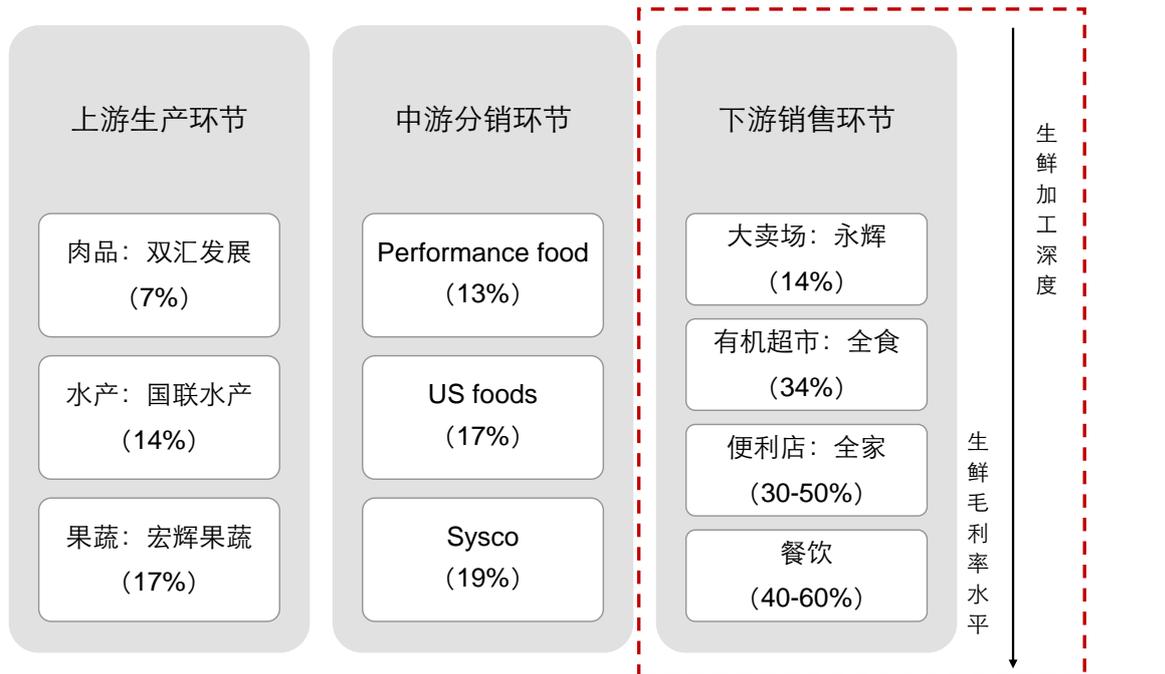
## 强化生鲜差异，掌握商品定价权

从以上社区生鲜业务模式的分析我们可以初步得出结论，由于布局贴进消费者，无论是“到店”模式下租金成本的大幅提升，还是“到家”模式下带来的额外配送成本，本质上从大店演变为小店都对应了运营成本的提升，须靠毛利坪效的提升方能覆盖后端运营成本，所以行业模式跑通的关键点在于两点：第一是极致商品精选提升单品周转并提升坪效；第二，更为重要的是，在当前行业竞争仍较为激烈、格局尚未优化之前，前端流量端的争夺、坪效的提升是难度较大的，因此从现阶段而言，强化生鲜商品差异性从而获得一定的生鲜商品定价权、增加渠道溢价空间，从毛利率切入来提升毛利坪效是相对操作性更高的途径。

## 生鲜商品加工力

我们认为，提升商品差异性、获得一定的生鲜商品定价权，从大的方面来说，植根于两方面，**第一是提升生鲜产品加工水平。**我们详细拆解生鲜产业链上、中、下游毛利率，即加价率的变化情况，总的规律在于：无论在生鲜产品的任何产业链环节，加工程度越高，生鲜在该产业链环节的毛利率水平越高。依循这一规律，我们可从生鲜下游销售环节得到更清晰的认知：按对生鲜产品加工的深度，我们将生鲜终端流通环节分为：大卖场、有机食品超市、便利店和餐饮，其中大卖场售卖的生鲜产品大多只经过粗加工处理，而有机生鲜超市生鲜商品则经过了严格的精选过程，便利店相对更深一层，我们研究的主要是便利店中的鲜食、日配商品，其本质仍是生鲜食品加工后的形态，最后生鲜加工的相对最深状态则是餐饮业态，随生鲜产品加工越为深入，其定价与生鲜原材料本身的差异度越大，从而渠道端差异化定价的能力越强。由此推及社区生鲜业态，**在生鲜商品售卖环节获得溢价的途径之一便是提升生鲜商品的加工能力，从而获得差异化定价权：**

图 13：生鲜上游、中游和下游代表性公司毛利率分布情况



资料来源：Wind，中国饭店协会，长江证券研究所（双汇发展为生鲜冻品业务毛利率，永辉为生鲜品类毛利率，全家为加工、日配、快餐三个品类毛利率区间，餐饮为行业协会公布的区间范围，其余为报表综合毛利率概念，时间选取 2017 年，部分退市公司选取最新一个会计年度）

以钱大妈为例，钱大妈便是通过对肉品进行更加精细化的切割和分类，从而获得一定溢价空间。“不卖隔夜肉”的口号充分展现出肉品是钱大妈的拳头品种，为此我们深入研究钱大妈的肉类商品，选取猪肉肉品中较为常见的瘦肉、五花肉、梅头肉、排骨、龙骨和筒骨等部位，对比定位较为类似的钱大妈和共和生鲜超市，并将二者与华润万家超市进行对比，可以发现，首先，钱大妈和共和生鲜作为定位社区生鲜的业态，其定价相较于大卖场而言相对较高；其次，在定价较高背后，社区生鲜业态普遍对猪肉各部位的划分更为精细，特别是钱大妈，在猪梅肉的划分上，将其分为了梅头上肉、梅头肉和梅柳三个细分类目，在排骨的细分上，分为软排骨、排骨头、一字排骨和普通排骨，从而获得商品差异化定价的空间，而在已经相对标准化、细分空间有限的瘦肉、筒骨等品类上，其定价与市场价格较为相近。

表 8：钱大妈门店猪肉品类价格情况

商品品种	钱大妈价格（元）	钱大妈规格
瘦肉	7.92	190g-210g
优鲜五花肉（肥）	8.40	280g-320g
优鲜梅头上肉	10.80	280g-320g
优鲜梅头肉	16.14	290g-310g
优鲜梅柳	17.70	280g-320g
优鲜一字排骨	22.40	260g-300g
优鲜软排骨	26.60	340g-369g
优鲜排骨头	10.80	220g-260g
优鲜排骨	21.00	280g-320g
优鲜龙骨	15.12	320g-360g

优鲜筒骨	21.60	480g-520g
------	-------	-----------

资料来源：钱大妈微商城小程序，长江证券研究所(选取钱大妈天河东路店，价格采集时间为2019年3月27日)

表 9：共和生鲜超市猪肉品类价格情况

商品品种	共和生鲜价格(元)	共和生鲜规格
新鲜瘦肉	12.70	250g
新鲜五花肉	11.00	250g
新鲜梅头肉	18.80	250g
梅柳瘦肉	15.80	250g
新鲜猪上肉	10.80	250g
新鲜猪排骨	19.80	250g
新鲜猪筒骨	29.60	500g

资料来源：京东到家，长江证券研究所(选取共和生鲜超市员村店，价格采集时间为2019年3月27日)

表 10：华润万家超市猪肉品类价格情况

商品品种	华润万家价格(元)	华润万家规格
瘦肉(鲜)	8.99	300g
上肉	11.90	500g
后上肉(鲜)	16.90	500g
精选梅条肉	33.90	500g
排骨(鲜)	27.90	500g
猪前排(鲜)	21.90	500g

资料来源：京东到家，长江证券研究所(选取华润万家超市天河公园店，价格采集时间为2019年3月27日)

## 生鲜标准制定权

我们认为，生鲜差异化定价的方式之二是渠道端自建生鲜产品等级标准。因为定价权很大程度上取决于行业标准制定权，而当前在中国农业仍分散种植为主、尚未有统一、细致的生鲜产品分级标准之前，渠道端率先建立产品分级标准，方能为其在品质更高的生鲜上卖出溢价背书，渠道自建生鲜分级标准，是电商龙头从2016年开始相继搭建和完善的体系，在水果品类率先建立起分级规范，而在实体领域，在生鲜自建标准方面的突出代表则是百果园：

表 11：2016 年天猫开始建立生鲜类商品等级标准

具体标准	涉及范围
《天猫生鲜食品行业标准》	行业标准
《车厘子/樱桃分等分级标准》	产品分级
《苹果分等分级标准》	产品分级
《火龙果分等分级标准》	产品分级

资料来源：亿邦动力网，长江证券研究所

表 12：2018 年 5 月 18 日京东推出生鲜品类分级和包装标准

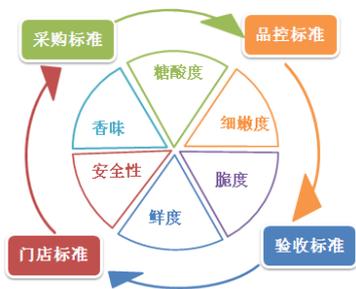
具体标准	涉及范围
《京东生鲜小龙虾加工品标准》	生鲜加工
《京东生鲜苹果分级标准》	产品分级

《京东生鲜安全鸡蛋标准》	产品安全
《京东生鲜樱桃/车厘子分级标准》	产品分级
《京东生鲜水果品相-蓝莓包装标准》	产品包装
《京东生鲜水果品相-樱桃/车厘子包装标准》	产品包装
《京东生鲜阳澄湖大闸蟹规格标准》	产品分级
《京东生鲜阳澄湖大闸蟹绑蟹绳标准》	产品包装
《京东&中冷委联盟之丸类调理食品等级标准》	产品分级

资料来源：中国食品药品网，长江证券研究所

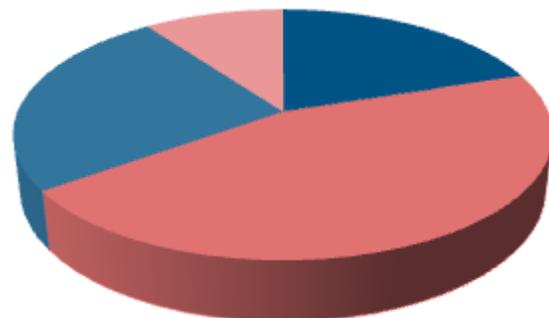
**百果园通过建立水果分级体系，为其售卖高品质水果进行背书。**百果园主营标准化程度相对较高的水果品类，在内部建立一整套水果质控标准和体系，从鲜度、糖酸度、细嫩度、爽脆度、香味和安全性建立“四度一味一安全”的标准质量体系，根据品质分为四个等级、再根据大小的三个等级，一共将水果划分为十二个等级。不同水果的考核权重不同，以糖度为例，冬枣和橙子的糖度尤其关键，百果园将冬枣的糖度确定在 18-22 度之间（市场糖度的最低标准是 15 度）、江西橙的糖度在 12.5 度以上（市场糖度普遍在 10-12 度）。为了从源头开始建立水果分级标准，百果园加大建设源头直采基地，确保生鲜产品品质的稳定性，为其售卖“好吃”的品质水果并获得终端溢价空间奠定基础。

图 14：百果园内部四度一味生鲜分级标准



资料来源：中华商业信息网，长江证券研究所

图 15：百果园将生鲜采购标准进一步延伸采购端建立直采体系

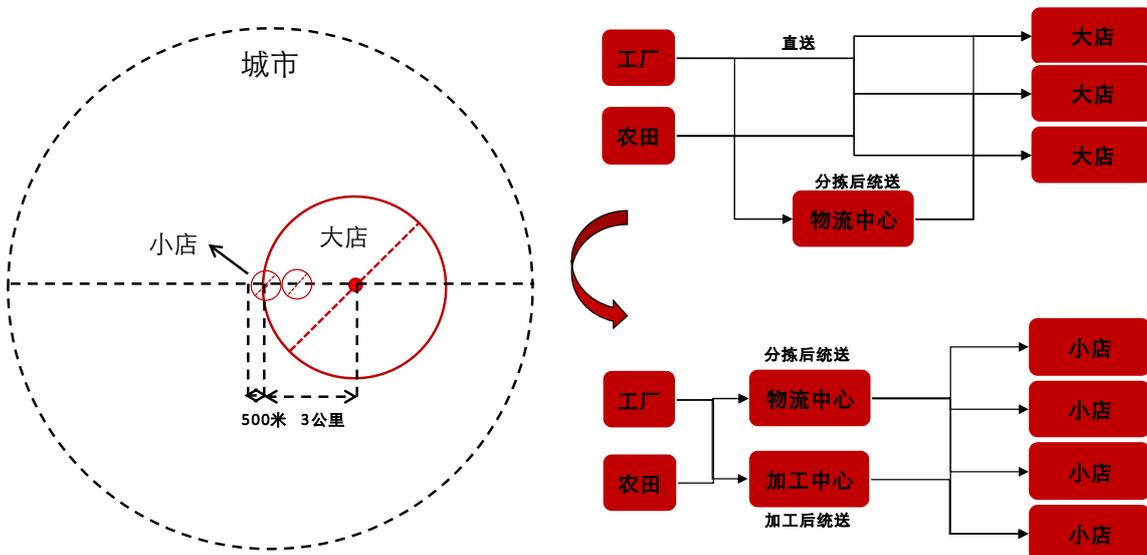


资料来源：中国企业家，长江证券研究所

## 小批高频配送，路径规划要求高

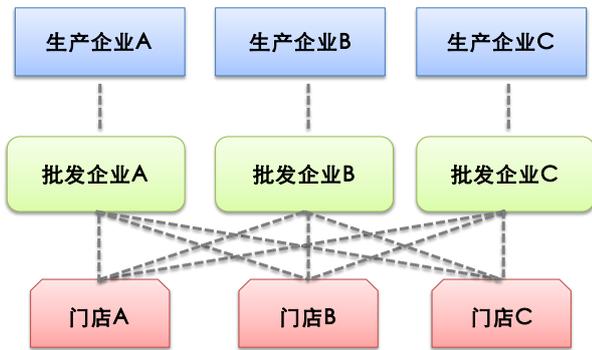
到店模式下，统一配送比例更高、需要搭建小批量多频次的类便利店配送体系、也要求物流配送环节拥有更高的冷链和生鲜预加工能力。与大店相比，由于面积小、SKU 承载量有限只能尽可能宽品类浅库存，且门店也缺乏仓储和加工场所，使得其对物流配送的要求相较于大店而言更高，主要体现在以下几个方面：第一，从配送属性上来讲，社区生鲜店类似于便利店，由于门店缺乏仓储和加工空间，客观上要求小批量多频次配送，同时对配送中心的生鲜预加工能力、物流冷链的要求也会更高，这也对应了小店物流配送费用率的提升，为了简化配送路径，适度降低配送成本，且适应多温层的配送体系，小店模式下一般统一配送的比例较高；第二，SKU 数量有限，对库存管理，包括基于信息系统的商品动销预判性，提出了更高的要求，需要后端商品销售分析能力和前端的管理人员的主观能动性，共同调动去协调推进品类优化，从而最终带动坪效、毛利坪效的提升。

图 16：到店模式下，大店和小店配送方式的区别



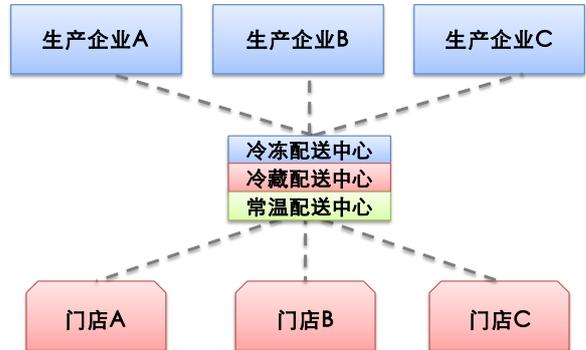
资料来源：长江证券研究所

图 17：日本 7-11 早期物流模式——单个供货商直接送到门店



资料来源：长江证券研究所

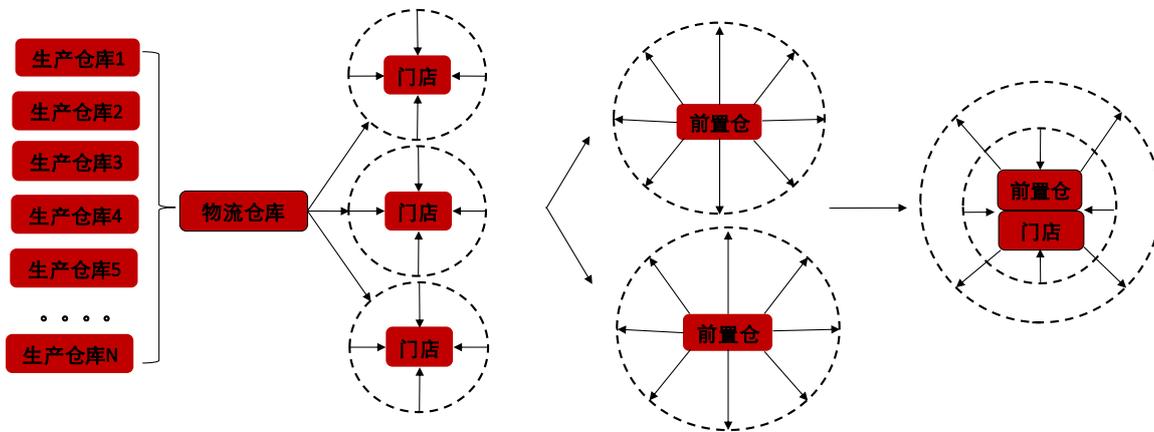
图 18：日本 7-11 目前物流模式——共同配送中心配货



资料来源：长江证券研究所

**到家配送模式**下，无论是前置仓还是店仓一体化模式，其相较于到店模式更复杂的环节在于增添了配送到家功能，而到家配送由于终端相当分散，对最后一公里配送的最优路径规划提出了更高要求。

图 19：到家模式，与到店模式配送环节上的差异



资料来源：长江证券研究所

## 投资建议：推荐永辉家家悦

**永辉超市：组织结构优化促效率释放，试水 mini 店增添新成长势能。**在一轮组织架构变革之后，公司有望更加聚焦于大卖场业务基本盘，云超第一、二集群合并有望在 2019 年释放一定的效率提升空间；在此基础上，公司试水社区生鲜业态——永辉 mini 店，贴近社区布局，定位偏大众化，通过前述分析可以得知，社区生鲜超市盈利的难点在于前端门店的精细化管理和商品选品能力，而无论是生鲜精细化管理、损耗控制和生鲜商品供应链，均植根于永辉生鲜供应链基石，因此我们认为，永辉经过一段时间对于社区小业态的摸索和模型的跑通，在此基础上，若能有效结合自身强生鲜供应链和管理能力，永辉 mini 店或将获得优于同业的盈利能力。

表 13：大众点评不完全统计的当前永辉 mini 店全国分布情况

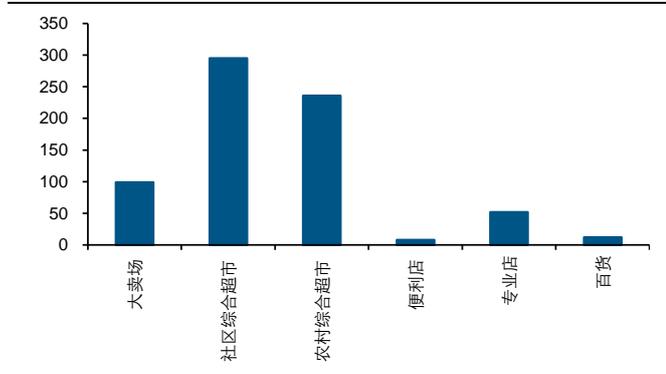
店名	省份	城市	营业时间
万年场店	四川	成都	09:00-21:30
江浦路店	四川	成都	08:00-22:00
丽景路东店	四川	成都	
川师成龙校区店	四川	成都	
东华公寓店	四川	成都	
五莲路融创精彩天地店	上海	上海	10:00-19:00
大桥南路 1 号店	江苏	南京	07:00-22:00
怡兴大厦店	陕西	西安	07:00-22:01
沙坪坝店	重庆	重庆	08:00-22:00
两路·锦湖路店店	重庆	重庆	08:00-22:00
紫御江山店	重庆	重庆	
东东摩店	重庆	重庆	
九宫庙店	重庆	重庆	
东二环泰禾店	福建	福州	
东街口店	福建	福州	

黎明店	福建	福州
洪山桥店	福建	福州
连江县店	福建	福州
铜盘路软件园店	福建	福州
金寨路店	安徽	合肥
金龙国际店	安徽	合肥
怡兴大厦店	陕西	西安
明德门店	陕西	西安
南京西站店	江苏	南京
众美凤凰城店	河北	石家庄

资料来源：大众点评，长江证券研究所（数据选取时间为 2019 年 3 月 29 日，数据来自大众点评，可能与实际开出门店数量存在差异，仅供参考）

**家家悦：具备多业态协同发展经营经验，持续并购整合彰显扩张决心，拟发行可转债进一步夯实扩张资金基础。**多业态并举发展、优势地区市占率较高，一直以来是家家悦的经营特色之一，叠加其较强的生鲜品类物流加工能力和自有商品特色，社区生鲜业态经营的优势突出；此外，从公司主业来看，在配送中心基础不断夯实的背景下，公司加速扩店，并积极展开行业整合：收购青岛维客、控股张家口福悦祥超市、托管华润山东地区门店；资金储备方面，公司近期拟发行 10 亿可转债进一步夯实扩张的资金基础，彰显公司扩张的决心和信心。总体来看，生鲜品类的运营优势，叠加外延展店加速，以及内部合伙人制度的持续推进，有望共同推进公司的收入和利润增速进入双升通道。

图 20：截至 2018H1 家家悦各业态门店数量情况



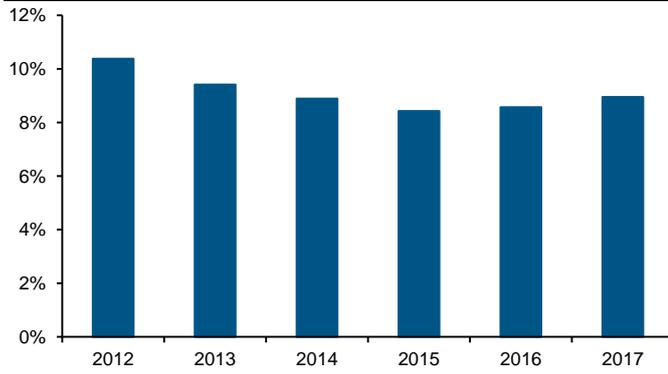
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：2017 年以来家家悦收入增长提速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：家家悦自有品牌在销售额中占比维持较高水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：家家悦配餐中心、生鲜加工中心和食品工业园等基础设施完善



资料来源：公司官网，长江证券研究所



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。