



解构中国智慧农业

2015年1月

农产品流通提效： 集约化、信息化、冷链化

2015年1月28日

投资要点

- ❖ **行业现状：流通低效、成本高企。**中国小农经济体系下批发市场承担接近85%农产品流通，多级分销推高终端价格（流通成本占零售价格60%~70%）。农超对接绕过中间环节，降低零售价实现三方共赢，但目前仅占比15%。从国际经验看，生产集中度决定流通模式，美国农业高度集约化，农超对接占比80%（日本农业较分散，农超对接仅20%）。中长期看，中国农业集约化生产是必然趋势，农超对接占比料将持续提升。
- ❖ **流通主体：参与方低效分散，整合空间大。**从批发环节看，2014年限额以上农产品批发市场成交额达2.2万亿元，其中农产品（000061）份额7%规模较大，其他多单体运营缺乏规模效应，未来农产品有望连锁扩张整合行业。从生鲜零售环节看，农贸市场零售额约1万亿元占比50%，业态低效散小；超市生鲜规模8000亿元占比37.8%且持续提升，高鑫零售/永辉超市2013年生鲜销售约170/135亿元位居行业前二，永辉等龙头通过实体店及O2O整合行业空间大。
- ❖ **趋势分析：集约化、信息化、冷链化提升效率。**
 - **集约化：产业链纵向一体化，流通主体横向整合。**从流通体系看，目前农超对接仅占15%，未来5年生产集约化有望推动该比例升至30%；从流通主体看，连锁式经营、标准化复制将是趋势，农产品、永辉超市等龙头有望持续整合行业。
 - **信息化：电子化降低信息不对称，生鲜电商快速兴起。**1) 政府力推批发环节交易电子化降低信息不对称、实现食品安全可追溯。农产品旗下9家市场已实现电子结算，未来有望引领行业提升效率。2) 需求驱动生鲜电商迅速兴起（10-13年CAGR 139%），目前渗透率不足1%，未来增长潜力大。参考国际生鲜电商OCADO案例，优质服务→做大流量→规模效应将是可持续发展之路。看好天猫、京东、顺丰优选、中粮我买网等生鲜电商，以及永辉超市O2O模式发展前景。
 - **冷链化：降低损耗势在必行，政策助力冷链流通率提升。**中国生鲜流通损耗率达25%~30%远高于美国（1%），降低损耗势在必行，政策扶持下预计至2018年冷链率将从目前19%提升至40%。
- ❖ **风险因素：**行业整合低于预期，流通效率提升低于预期。
- ❖ **投资策略。**中国生鲜零售市场规模达2万亿元，刚性需求带动未来持续稳健增长。看好集约化、冷链化、信息化提升流通效率的长期前景，投资策略推荐流通渠道整合者及生鲜电商品牌，1) 批发市场重点关注快速连锁扩张、集约化及信息化优势强的农产品；终端零售重点关注供应链优势强、积极利用互联网探索O2O的永辉超市，关注高鑫零售、步步高、物美商业等农超对接前景；2) 生鲜电商增长潜力广阔。看好阿里巴巴、京东商城（平台模式产地直供，有望提升GMV增长前景）、顺丰优选（冷冻配送54城市先发优势强）、中粮我买网（上游供应链资源丰富）。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PS		评级	目标 价 (元)
		13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	15E	15E		
农产品	12.60	0.07	0.10	0.15	NA	185	121	81	NA	8.6	暂无	暂无	
永辉超市	9.22	0.22	0.27	0.32	0.39	42	35	30	24	0.62	买入	9.0	
步步高	15.34	0.70	0.78	0.82	0.87	22	19	18	17	0.63	买入	21.0	

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
为Wind一致预期。

注：股价为2015年1月27日收盘价，农产品EPS



强于大市（维持）

中信证券研究部

周羽

电话：021-20262125

邮件：yu_zhou@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010513070005

联系人：边潇男

电话：010-60836722

邮件：bianxiaonan@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

目录

行业现状：流通低效，成本高企.....	1
中国农产品流通：多级分销模式为主.....	1
国际比较：生产集中程度决定流通模式.....	4
流通主体：参与方低效分散，整合空间大.....	5
批发市场：多单体运营，深圳农产品规模较大.....	5
零售环节：农贸市场占 50%，超市渠道持续提升.....	6
发展趋势：集约化、信息化、冷链化提升效率.....	7
集约化：产业链纵向一体化，流通主体横向整合	7
信息化：电子化降低信息不对称，生鲜电商快速兴起	9
冷链化：降低损耗势在必行，政策助力冷链流通率提升.....	12
风险提示	13
行业评级与投资策略	14
刚需驱动生鲜市场稳健增长，流通效率提升空间大.....	14
集约化、信息化、冷链化将是三条投资主线.....	14

插图目录

图 1: 中国农产品流通体系示意图	1
图 2: 以批发市场为核心的农产品流通体系示意图	2
图 3: 各级批发市场内部流通示意图	2
图 4: 番茄流通价值链分布示意图: 以批发市场为核心的多级分销模式	3
图 5: 家家悦基地直采模式示意图	3
图 6: 农超对接模式利润分布示意图: 以番茄为例	4
图 7: 美国农产品流通体系: 80%为产地直供、农超对接	4
图 8: 日本农产品流通体系: 80%通过批发市场流通	5
图 9: 2014 年中国生鲜食品零售渠道占比: 超市仅占比 38%, 农贸市场占比 50%	7
图 10: 超市行业采购渠道占比: 农超对接占比 38.4%	8
图 11: 深圳农产品全国批发市场分布图	8
图 12: 永辉超市历年门店开业数量	8
图 13: 日本生鲜渠道: 超市占比 52.8%	8
图 14: 美国生鲜渠道: 超市占比 82.7%	8
图 15: 生鲜电商示意图	9
图 16: 生鲜电商 B2C 规模及增速	10
图 17: 2013 年生鲜电商 B2C 销售收入	10
图 18: 生鲜电商发展时间轴	10
图 19: OCADO 销售收入及增速	11
图 20: OCADO 综合毛利率	11
图 21: OCADO 期间费用率	11
图 22: OCADO 经营利润(亏损)	11
图 23: 各国冷链流通率情况	13
图 24: 2010-2015 年公路冷藏及保温车保有量情况	13

表格目录

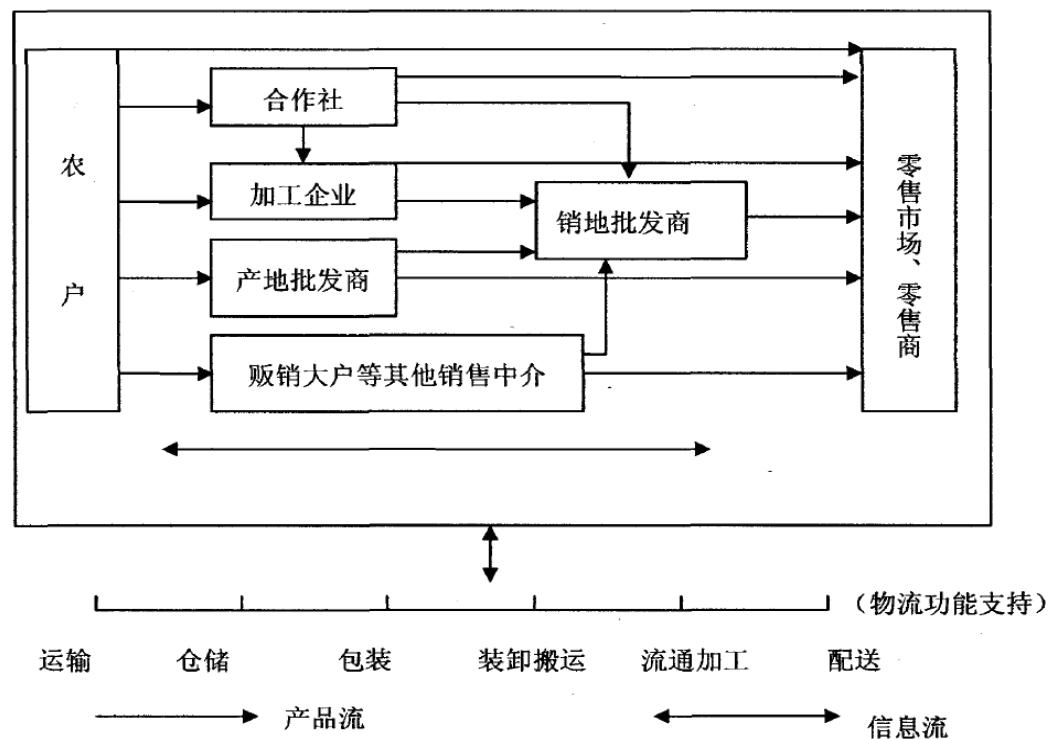
表 1: 主要超市企业生鲜品类毛利率	4
表 2: 日本农产品流通模式对比.....	5
表 3: 中美日农产品流通模式对比.....	5
表 4: 中国规模以上农产品批发市场经营状况（年交易额 1 亿元以上）	6
表 5: 2013 年中国前 10 家综合农产品市场（按成交额排序）	6
表 6: 中国农产品零售市场（即农贸市场）经营状况.....	6
表 7: 2008 年以来中国政府大力推进农超对接	7
表 8: 农产品旗下主要电子交易平台	9
表 9: OCADO 核心运营数据一览	11
表 10: 主要生鲜电商客单价、毛利率、供应链情况概览	12
表 11: 生鲜 B2C 市场规模预测.....	12
表 12: 我国扶持冷链物流发展的主要政策	13

行业现状：流通低效，成本高企

中国农产品流通：多级分销模式为主

20世纪80年代中期，中国政府逐步取消农产品统购统销制度，恢复农村集市贸易、建立城市农副产品市场，逐步形成现行农产品流通体系，包括上游农户、农民合作组织、加工企业；中游贩销户、批发市场及各类中间商；下游的农贸市场及超市等各类零售终端。根据中间环节多寡，流通体系可分为生产者→批发商→零售终端的传统流通模式和农户→零售终端的农超对接模式。

图1：中国农产品流通体系示意图

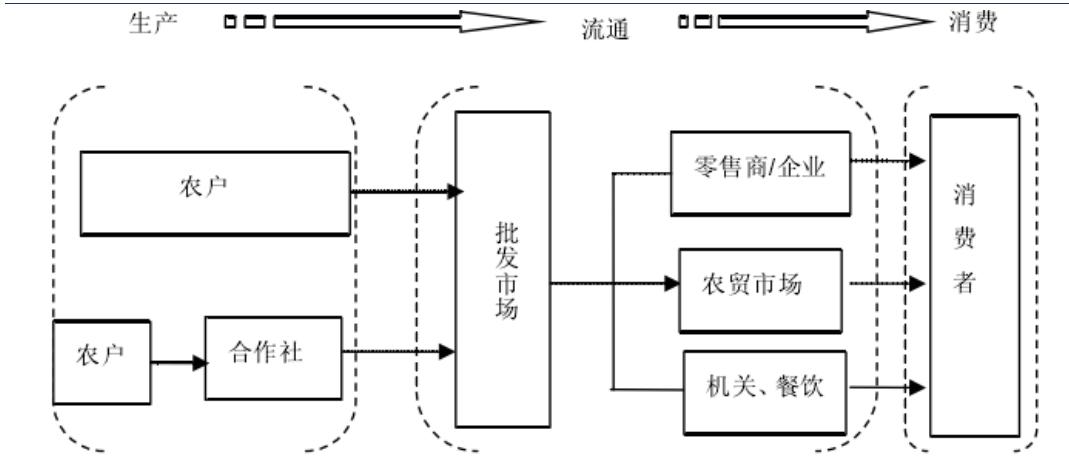


资料来源：中国社会科学院（杨青松）《农产品流通模式研究》，中信证券研究部

批发市场模式，多级分销推高价格

传统流通体系下，农产品产出（由农户生产或经过加工企业深加工）之后，由产地批发商/贩销大户等收购。中间经历产地批发市场（例如寿光批发市场）、集散地批发、销地批发市场（例如深圳布吉农产品中心）、零售等环节到达消费者，至少经历5~7个流通环节。

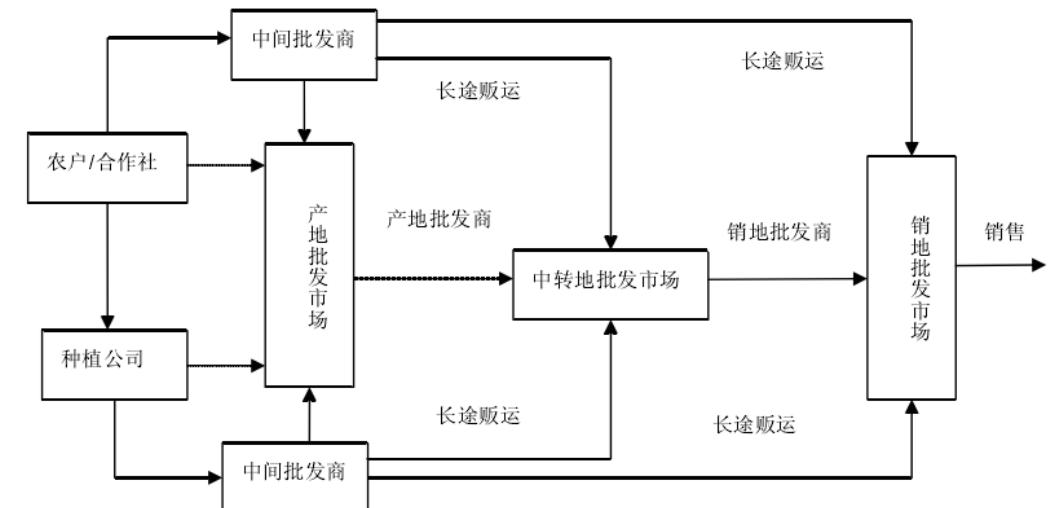
图 2：以批发市场为核心的农产品流通体系示意图



资料来源：中国社会科学院（杨青松）《农产品流通模式研究》，中信证券研究部

批发市场位居中国农产品流通核心，承担接近 85%产品流通。因中国农业以小农经济为主，上游生产高度分散。批发市场向上集聚中小农户，向下分拨货物于零售终端，有效衔接中国小农经济与消费市场。据农业部统计，以批发市场为核心的流通模式承担 70%以上农产品流通（我们预计接近 85%）。根据地域特点，批发市场可分类为产地市场和销地市场：
 1) 产地批发市场位于农产品产区（例如山东寿光批发市场），承担集聚货物和外向发货职能；
 2) 销地批发市场位于区域中心城市，承担货物分散职能（例如深圳布吉农产品批发市场汇集来自全国各地 7000 余种农产品，蔬菜成交量占深圳市民消费量 85%以上）。

图 3：各级批发市场内部流通示意图

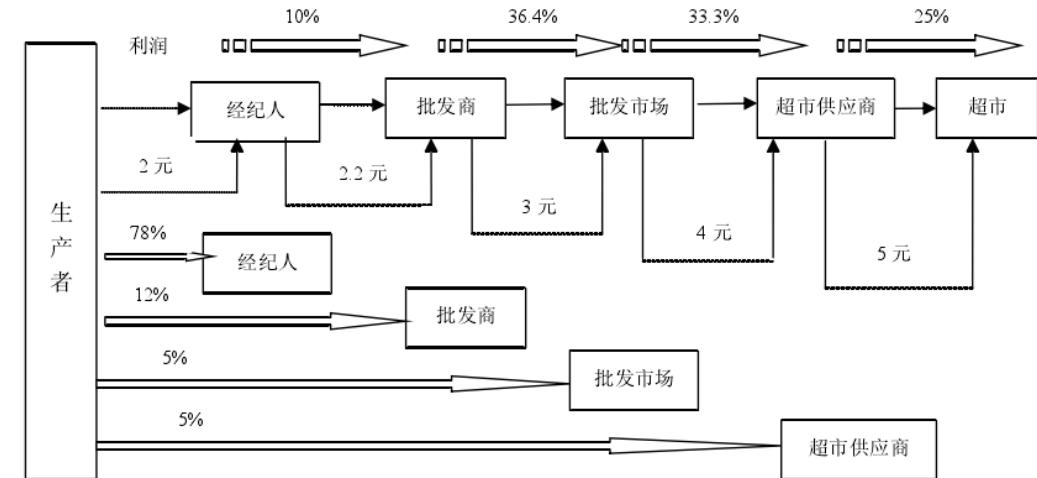


资料来源：中国社会科学院（杨青松）《农产品流通模式研究》，中信证券研究部

传统流通体系多级分销，流通成本占农产品零售价格 60%~70%。以批发市场为核心的流通模式参与主体多、流通环节长。农产品经历 5-7 个环节进入零售终端，多级加价导致流通成本占零售价格可达 60%~70%（不考虑损耗）。以番茄为例，农户以 2 元/Kg 单价批发给经纪人（贩销大户），经历批发商（进价 2.2 元）→批发市场（进价 3.0 元）→超市供应商（进价 4.0 元）→超市（进价 5.0 元），最终以 5.5 元（假设 10%毛利率）价格实现销售，终端零售价为生产成本 275%；不考虑损耗，中间流通成本占终端售价的 64%。冗长的流通链条

导致农产品价格居高不下，且食品安全难以追溯、中间环节损耗率高达 25%~30%¹（美国仅 1%~2%）。

图 4：番茄流通价值链分布示意图：以批发市场为核心的多级分销模式

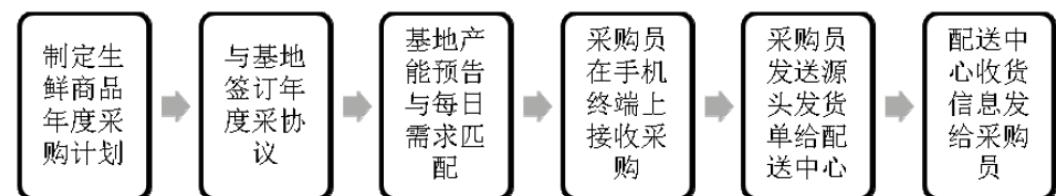


资料来源：胡定寰编《农超对接“怎么做”》，《农业科技出版社》，2010 年版，第 168 页，中信证券研究部

农超对接模式，减少流通环节

农超对接，是指超市企业向农产品基地（年总产值 200 万元以上的农民合作社、龙头企业、种植养殖大户）直接收购鲜活农产品，并组织配送到门店销售的流通方式。农超对接模式的优点体现在：1) 有效减少流通环节，降低流通成本，实现消费者、农户、零售商共赢；2) 可追溯性强，超市可全程监控农产品流通环节，充分保障产品质量；3) 降低信息不对称对农户生产的负面影响，有效对接供给与需求。

图 5：家家悦基地直采模式示意图

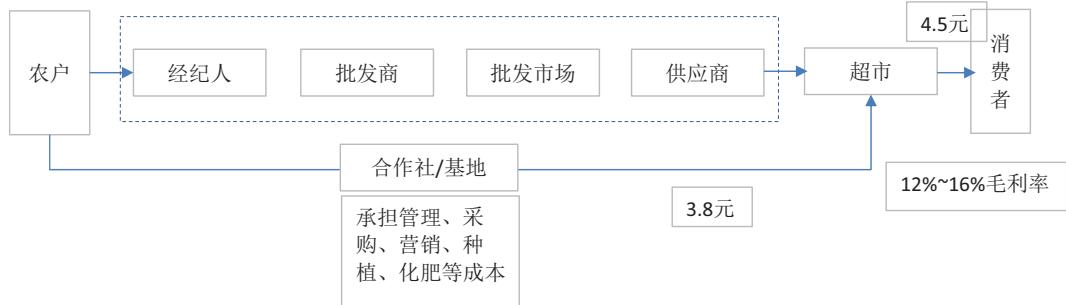


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

农超对接降低流通成本，实现超市、消费者、生产者共赢。农超对接模式绕过农产品传统流通体系中间环节，建立生产者与零售终端的直接联系。商务部“农超对接”试点企业数据显示，农超对接超市门店生鲜零售价格较农贸市场低 10%~20%，物美价廉惠及消费者；永辉超市、家家悦等农超对接占比高者生鲜品类毛利率显著高于同行；对生产者而言，农超对接模式农产品收购价格明显高于传统批发价格。流通成本减少实现农户、消费者、超市三方共赢。

¹ 洪涛：《转变流通业发展方式势在必行》，《今日中国论坛》，2007 年 12 期，第 89-91 页。

图 6：农超对接模式利润分布示意图：以番茄为例



资料来源：胡定寰编《农超对接“怎么做”》，《农业科技出版社》，2010 年版，第 168 页，中信证券研究部

表 1：主要超市企业生鲜品类毛利率

	2011	2012	2013	生鲜直采占比
家家悦	16.0%	16.5%	16.9%	80%以上
永辉超市	13.2%	13.0%	12.4%	70%以上
新华都	11.9%	11.9%	11.1%	低于 70%
人人乐	5.9%	6.0%	7.4%	低于 50%

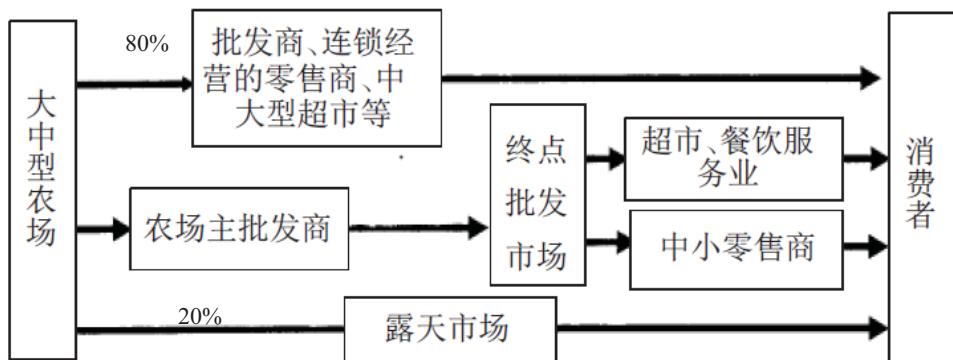
资料来源：新浪乐居、赢商网等，中信证券研究部整理

国际比较：生产集中程度决定流通模式

美国：大生产、大流通，农超对接为主

流通模式：生产高度集约化+基础设施完善，农超对接模式占据主流。美国农产品生产呈高度集约化、规模化，例如四大蔬菜主产区产量占全国 90%；上游生产者以大中型农场为主，“集中生产、分散供应”。便捷的交通设施和先进的物流技术使得农产品产地直供终端成为可能；高效的信息网络实现流通环节可追溯和市场行情实时跟踪。在集中生产和完善设施助力下，美国 80%农产品为产地→超市直销，仅 20%通过批发市场流通。

图 7：美国农产品流通体系：80%为产地直供、农超对接



资料来源：中国社会科学院（杨青松）《农产品流通模式研究》，中信证券研究部

日本：生产分散，批发市场流通为主

日本农业体系“分散生产、集中供应”，批发市场主导 80%农产品流通。日本农业与我国较为类似，据日本农林水产省统计，97%的日本农户菜田面积在 3 亩以下，且农产品供应高度依赖进口。上游高度分散背景下 80%农产品通过批发市场流通，流通模式为“生产者→农业协会→批发市场→中间批发商→零售店→消费者”，批发市场承担货物集散核心功能。中央批发市场事务所（政府监管机构）、批发股份公司（农产品拍卖活动组织者）、中间批发商（拍卖参加人）共同组成日本农产品批发体系。生产者将产品委托予农协或贸易公司，由

农协将蔬菜统一交由批发股份公司在市场内组织竞拍（价高者得）。批发商拍得产品后、向零售终端实现销售。以批发市场为核心的流通模式下，从生产者到消费者经历至少两级批发商，流通成本（包括物流、各级加价）显著高于直销模式。

图 8：日本农产品流通体系：80%通过批发市场流通

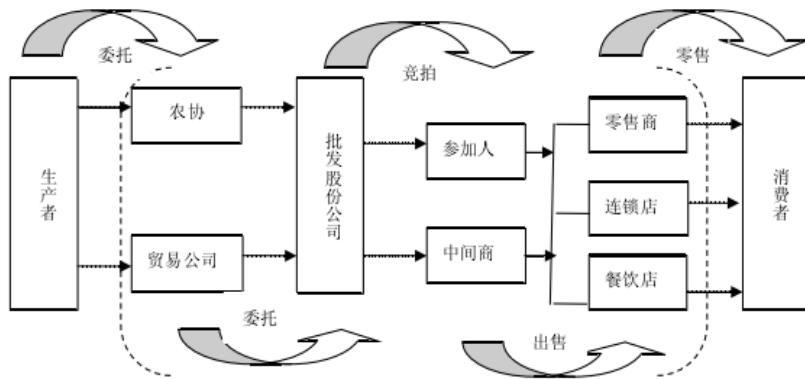


图 6-2 以中央批发市场为核心的日本蔬菜流通模式

资料来源：中国社会科学院（杨青松）《农产品流通模式研究》，中信证券研究部

农超对接模式占农产品流通总量 20%。为降低流通成本，20 世纪 90 年代日本下游零售商和上游部分大型农协共同推动农超对接实践。大型超市与农协直接签订产销合同，农产品在超市生鲜配送中心进行分拣、包装、冷链直配至门店。农超对接模式下产品零售价格较批发市场模式低约 15%。但日本农业上游分散格局下多数农协规模较小，难以满足下游超市大批量直采需求，因此目前农超对接模式仅占日本农产品流通总量 20%。

表 2：日本农产品流通模式对比

流通模式	优势	劣势	流通占比
批发市场	货物集散功能强，匹配日本农业生产体系特征	流通环节多、成本高	80%
农超对接	中间环节少、流通成本低	“小生产”与“大市场”之间存在矛盾，难以大规模推广	20%

资料来源：中信证券研究部整理

对比中美日三国农业生产及流通体系可见，生产集约度决定流通模式。美国农业生产高度集约化，大生产、大流通格局下农超对接可行性高，最为符合生产者及零售商利益，因此农超对接占比高达 80%。而中国、日本农业生产较为分散，小农生产难以对接超市大规模直采需求，农超对接仅占比 15%/20%。但中长期看，中国作为农业大国，集约化生产是必然趋势。2013 年中国农业合作社数量 98.2 万家同比增长达 42.6%，覆盖农户占比 28.5%（2009 年：7.1%），未来在政策推动下农业生产合作社化料将快速推进，有利于农超对接持续推广。

表 3：中美日农产品流通模式对比

国家	农业生产集中度	农超对接流通占比
美国	全美共 220 万个农场，平均每个农场主经营 2400 亩土地	80%
日本	日本全国农户 438 万户，其中 97% 的农户拥有菜田不足 3 亩	20%
中国	中国农民合作社 98.2 万家，但实际覆盖农户 7400 万户，仅占农户总数的 28.5%，多数合作社规模较小	15%

资料来源：中信证券研究部整理

流通主体：参与方低效分散，整合空间大

批发市场：多单体运营，深圳农产品规模较大

全国规模以上批发市场成交额 1.8 万亿元，深圳农产品市占率 7.8%位居第一。据全国城市农贸中心联合会统计，截至 2013 年年底，全国共有农产品批发市场 4400 余家。根据《中国商品交易市场统计年鉴》数据，2012 年中国共有规模以上（成交额 1 亿元以上）农产品批发市场 1009 个，交易额达 1.8 亿元，预计 2014 年有望达 2.2 万亿元。北京新发地、长沙马王堆市场、南京农副产品物流中心、河南万邦国际农产品市场成交额位居前四。深圳农产品股份有限公司旗下拥有 24 家批发市场，分布于全国 20 个大中城市，2013 年交易额达 1400 亿元（估计 2014 年 1500~1600 亿元），占全国规模以上批发市场交易总额的 7%，规模优势显著。除农产品外，其他批发市场多数为单体运营，缺乏连锁规模效应。

表 4：中国规模以上农产品批发市场经营状况（年交易额 1 亿元以上）

	2008	2009	2010	2011	2012
市场数量(个)	877	953	979	1,000	1,009
总摊位数(个)	581,329	688,106	697,327	740,063	767,579
年末出租摊位数(个)	522,811	608,035	621,836	672,268	697,411
营业面积(平方米)	40,089,715	45,085,854	50,023,970	51,883,471	55,332,289
成交额(万元)	98,811,489	117,404,351	138,653,372	164,253,824	181,132,389
单位面积成交额(元)	24,648	26,040	27,717	31,658	32,735

资料来源：中国商品交易市场统计年鉴，中信证券研究部整理

表 5：2013 年中国前 10 家综合农产品市场（按成交额排序）

公司	面积	商户数量	交易额(亿元)
北京市新发地农产品批发市场	1370 亩	5200	500
长沙马王堆农产品股份有限公司	200 亩	1000	320
南京农副产品物流中心	1000 亩	4000	约 300
河南万邦国际农产品物流股份有限公司	1600 亩	2000	约 300
长沙红星实业集团有限公司红星农副产品大市场	1300 亩	13000	约 300
江苏凌家塘农副产品批发市场	1306 亩	2000	约 240
济南维尔康肉类水产品发市场	300 亩	580	180
山东省青岛市城阳蔬菜水产品批发市场	660 亩	3862	186
武汉白沙洲农副产品大市场	608 亩	2000	约 160
两湖绿色农产品交易物流中心	1000 亩	5000	约 160

资料来源：中国商品交易市场统计年鉴，中信证券研究部整理

零售环节：农贸市场占 50%，超市渠道持续提升

农贸市场仍为农产品主要零售渠道，2014 年销量占比 50%。根据 Euromonitor 数据测算，2014 年限额以上生鲜零售规模约 2 万亿元人民币。中国农贸市场渠道零售额约 1 万亿元，渠道占比 50.0%，在各类零售终端中占主导地位。2012 年限额以上农贸市场数量 750 家，总成交额仅 2613 亿元，其余多数农贸市场规模较小、单体运营、设施落后，以个体商户多级分销为主的供应链模式难以形成规模效应。

表 6：中国农产品零售市场（即农贸市场）经营状况

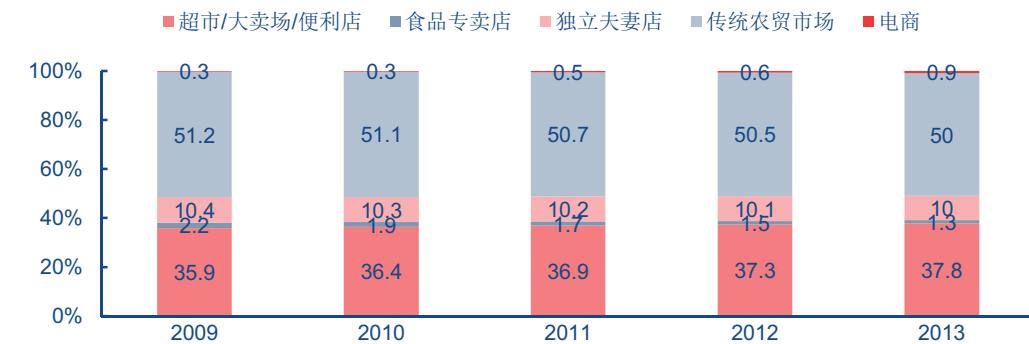
	2008	2009	2010	2011	2012
市场数量(个)	674	650	693	722	750
总摊位数(个)	369,986	340,496	379,335	358,500	357,908
年末出租摊位数(个)	335,337	309,305	342,704	320,622	323,067
营业面积(平方米)	7,770,173	6,964,459	7,724,001	7,498,420	7,940,435
成交额(万元)	19,684,308	19,505,577	22,056,629	24,949,882	26,132,739
单位面积成交额(元)	25,333	28,007	28,556	33,274	32,911

资料来源：中国商品交易市场统计年鉴，中信证券研究部整理

超市/大卖场/便利店渠道占比 37.8%，并呈逐年提升趋势。根据 Euromonitor 数据测算，超市/大卖场/便利店等现代通路生鲜销售规模约 8000 亿元，2009-2013 年占生鲜销量比重从 35.9%升至 37.8%，但仍显著低于农贸市场。高鑫零售/永辉超市 2013 年生鲜销售额约 170/135 亿元位居超市前二，份额占比仅 2.1%/1.7%。其中永辉超市以生鲜为突破口整合供

应链，产品 70%+货采源头，随永辉通过实体店及 O2O 整合行业，未来生鲜销售规模有望赶超高鑫零售。

图 9：2014 年中国生鲜食品零售渠道占比（按销量）：超市仅占比 38%，农贸市场占比 50%



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

发展趋势：集约化、信息化、冷链化提升效率

集约化：产业链纵向一体化，流通主体横向整合

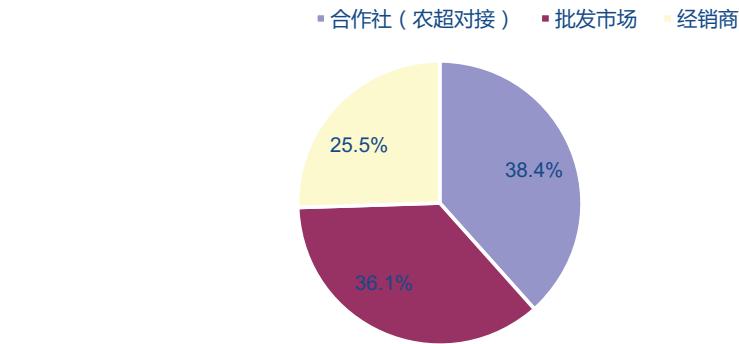
产业链纵向融合提升效率，农超对接扩张空间广阔。商务部自 2008 年起推动农超对接试点，在政策扶持下农超对接实践快速展开。根据中国连锁经营协会数据，超市企业生鲜农超对接采购比例达 38.4%，若以超市渠道占农产品销售 37.8% 比例计算，农超对接模式仅贡献中国农产品流通约 15%。国际对比来看，美国 80% 农产品为产地→超市直销。农超对接要求合作社承担生产组织、产品检测、包装、运输等职能，但目前农民合作社覆盖农户仅占 28.5%，且多数规模小、品类单一，难以满足超市采购要求。小农经济是中国农超对接占比低的核心原因。随中国农业产业链上游集约化、规模化进一步提升，未来 5 年超市农超对接采购比例有望从目前平均 38.4% 中长期提升至 60% 以上，对应农超对接模式占生鲜整体流通量从 15% 升至 30%（假设超市渠道占比从 38.4% 升至 50%）。

表 7：2008 年以来中国政府大力推进农超对接

实施时间	政策名称	政策内容	发布单位
2008 年 12 月 5 日	《关于开展农超对接试点工作的通知》	确立了第一批鲜活农超对接试点主体。强调在实施过程中应注重鲜活农产品现代流通设施，加工配送能力，经营信息化水平方面的投入。强调培育农民专业合作社自有品牌，提高连锁超市鲜活农产品销售比重。	商务部、农业部
2009 年 6 月 12 日	《关于做好农产品“农超对接”试点工作的通知》	确立了政府扶持的农超对接企业应当具备的资质条件。	商务部、财政部、农业部
2009 年 9 月 3 日	《关于做好农产品“农超对接”试点工作的意见》	强调了“超市+专业合作社+农户”模式是目前“农超对接”支持发展的主要模式。	商务部
2010 年 5 月 4 日	《关于支持有条件的农民专业合作社承担国家有关涉农项目的意见》	支持农民专业合作社承担农业生产、农业基础设施建设、农业装备能力建设和农村社会事业发展有关的涉农项目。	农业部、国家发展和改革委员会、科学技术部、财政部、水利部、商务部、国家林业局
2011 年 2 月 23 日	《关于全面推进农超对接工作的指导意见》	通过搭建农超对接平台，培养对接主体以推进农超对接，力争“十二五”期间大中型城市生鲜农产品经超市销售比重翻一番，达到 30%。	商务部、农业部
2011 年 10 月 11 日	《关于开展“全国农超对接进万村”行动的通知》	于 2011 年 10 月—12 月在浙江、陕西、辽宁、湖北、四川、河北分六个片区开展“全国农超对接进万村”行动，搭建农超对接平台。	商务部、农业部

资料来源：相关政府部门，中信证券研究部整理

图 10：超市行业采购渠道占比：农超对接占比 38.4%



资料来源：中国连锁经营协会，中信证券研究部

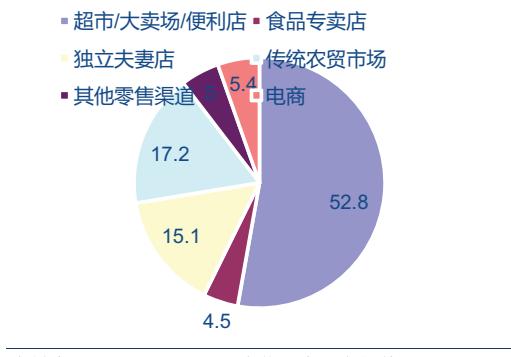
流通主体横向整合提升集中度：批发市场、零售渠道份额有望持续向龙头集中。1) 在批发市场流通模式中，多数批发市场单体运营，缺乏规模效应，农产品以 24 家批发市场(2013 年交易额 1400 亿元)占市场份额 7.8%，未来有望以资本实力较快扩张。2) 在终端零售渠道，超市业态便利、低价、放心、高效，符合消费升级趋势。预计未来五年中国超市较高供应链效率下生鲜市占率将从目前 37.8% (美国/日本: 82.7%/52.8%) 稳步提高至 50%以上。农贸市场让位现代超市是必然趋势。按照以 2 万人配备一个 2500 平的生鲜超市测算，北、上、广、深一线城市共需 3000 个标准生鲜超市，未来农改超在一线城市推广复制的空间较大。永辉超市上海农改超已于 2014Q4 开业 3 家，未来永辉超市有望依托其全国布局与良好现金流继续开展区域并购，农改超、行业并购共驱公司市占率快速提升。我们认为未来流通主体连锁式经营、标准化复制将是趋势，农产品、永辉超市等龙头将持续整合行业。

图 11：深圳农产品全国批发市场分布图



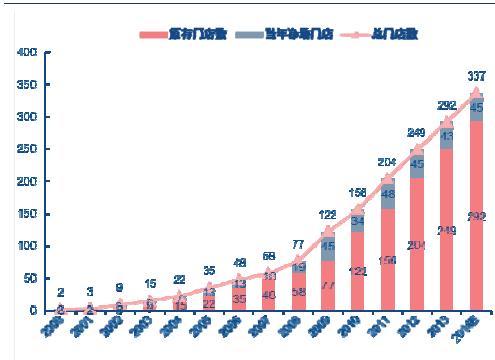
资料来源：公司网站，中信证券研究部

图 13：日本生鲜渠道：超市占比 52.8% (%)



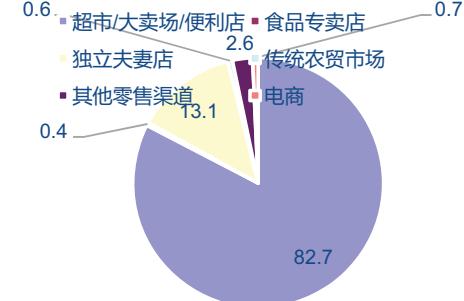
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部整理

图 12：永辉超市历年门店开业数量



资料来源：公司公告，联商网，中信证券研究部

图 14：美国生鲜渠道：超市占比 82.7% (%)



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

信息化：电子化降低信息不对称，生鲜电商快速兴起

电子化提升批发市场效率，农产品先发优势显著

批发市场交易电子化是趋势，助力降低信息不对称并提高流通效率。批发市场是中国农产品流通主体渠道，市场交易电子化已是国家推进重点。2014 年中央一号文件明确加快农产品市场体系规划，要求各地以财政资金重点支持批发市场追溯系统、检测设备、电子结算等设施建设。例如行业龙头深圳农产品已在旗下深圳海吉星等 9 家市场实现电子统一结算，电子化结算减少交易成本，提高资金安全性、并有助于建立食品检疫信息的动态跟踪和追溯体系。此外，公司还投资成立前海农产品交易所，利用金融工具和物联网等信息技术推动产品价格信息透明化、降低信息不对称，打造联接批发商与零售商和终端消费者的网上交易平台。**农产品在批发市场信息化领域构筑先发优势，未来有望引领行业提升效率。**

表 8：农产品旗下主要电子交易平台

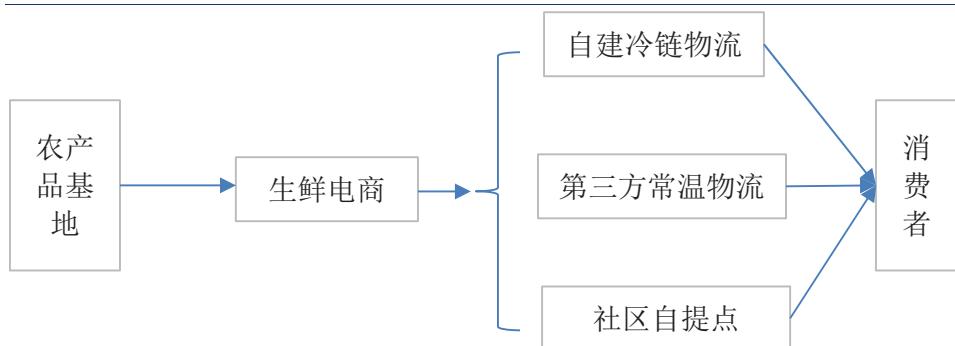
企业名称	业务
深圳市中农网股份有限公司	云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司 食糖现货交易和网上交易
	广西大宗茧丝交易市场有限责任公司 茧丝交易平台
	合肥国家棉花交易中心有限责任公司 以“网上交易、现货交收”为主要特点的电子化棉花批发市场
	广西糖网食糖批发市场有限公司 创建了“电子商务&现代物流配送”的食糖 B2B-流通模式。目前，广西糖网占我国食糖交易额的比例近 30%
	深圳依谷网电子商务有限公司 农产品垂直类 B2C 购物网站，致力于为白领家庭解决菜篮子、米袋子和果篮子问题
深圳前海农产品交易所股份有限公司	利用金融工具和物联网等现代信息技术，创新农产品流通模式
深圳市农产品电子商务有限公司	打造联接农产品交易批发商与中下游零售商和终端消费者的网上交易平台“海吉星”商城

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

生鲜电商蓄势待发，供应链为比拼核心

2013 年生鲜电商 B2C 规模约 57 亿元，渗透率仅 0.3%。需求驱动生鲜电商迅速兴起。中国生鲜市场 2 万亿元零售规模空间广阔，而线上占比不足 1%。从需求端看，85 后群体渐成消费主力、消费者购买习惯向线上转移，追求优质差异化食品需求不断提升，**生鲜电商主打产地直供、绿色有机，顺应消费者需求。**2010-13 年生鲜电商规模 CAGR138.5%高速增长。生鲜作为高粘性非标品已成为电商引流聚客重要品类，行业巨头均加大投入发展生鲜。如天猫上线瞄鲜生以平台模式产地直供优质食品，中粮我买网、顺丰优选等垂直电商通过与农产品基地合作直采，并在一、二线城市自建/合作冷链物流实现快速配送。多数生鲜电商定位中高端客群，客单价高达 200 元左右，为消费者提供价高质优服务。

图 15：生鲜电商示意图

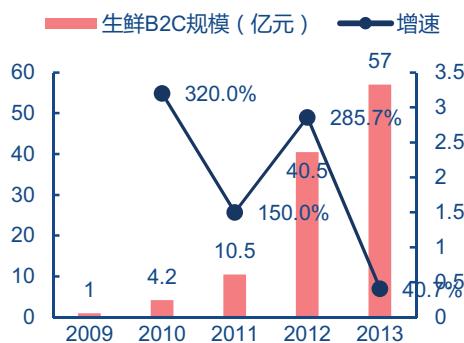


资料来源：中信证券研究部

综合平台天猫（瞄鲜生）规模领先，垂直电商深耕供应链。分经营模式看，天猫（瞄鲜生）+淘宝以 15 亿元销售额规模领先；天天果园/易果生鲜/顺丰优选/本来生活/中粮我买网分别以约 3.5/3.5/3.0/2.7/1.0 亿元销售额位居垂直电商前列。综合电商（如天猫/京东/1 号店）

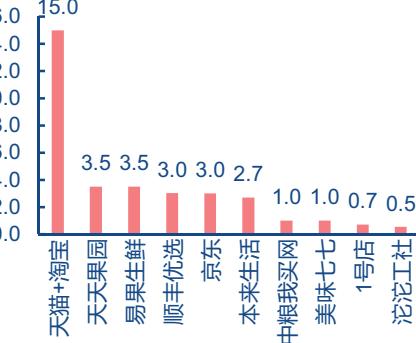
携其流量优势拓展生鲜品类，多以平台招商运营，覆盖区域广、长尾商品丰富，但商品供应链及冷链物流依赖第三方；垂直电商（如天天果园、中粮我买网等）定位高端（客单价接近200元），以产地直采、自建冷链为消费者提供价高质优服务，但多数仅覆盖一线城市，流量较为有限。

图 1：生鲜电商 B2C 规模（亿元）及增速



资料来源：罗兰贝格，易观智库，中信证券研究部整理

图 2：2013 年生鲜电商 B2C 销售收入（亿元）



资料来源：罗兰贝格，淘宝魔方，中信证券研究部

图 18：生鲜电商发展时间轴



资料来源：中信证券研究部

生鲜电商可持续发展之路：价高质优定位高端，规模效应推动盈利。因生鲜品类物流需全程冷链、精准高效，在客单价200元、日均3500订单、年销售额2.5亿元规模下，测算自建仓储及物流配送单均成本约28元（服装、化妆品电商仅11~12元），仅仓储物流费用率即达14%。垂直电商引流成本高昂，预计单均营销费用20~30元，营销费用率约10%~15%。在技术及管理费用率3%~5%及5%损耗假设下，生鲜电商期间费用率32%~40%，远高于综合电商10%~25%的水平。高成本下生鲜电商多数聚焦高端客群，以高客单、高毛利率摊薄费用。根据调研数据，顺丰优选、本来生活、中粮我买网等生鲜客单价高达180~220元，毛利率25%~30%（线下平均10%~17%）。参考国际生鲜电商巨头OCADO以规模效应推动盈利案例，生鲜电商优质服务→做大流量→规模效应将是可持续发展必由之路。

表 9: OCADO 核心运营数据一览

	2009	2010	2011	2012	2013
客单价 (英镑)	116	114	112	112	114
周订单数量	71000	93000	11000	123,000	143,000
准时送达率	93.0%	94.9%	92.3%	92.7%	95.2%
每周每车平均配送次数	121	133	145	151	160
活跃用户数	220000	262000	29800	355,000	385,000

资料来源：公司公告，中信证券研究部

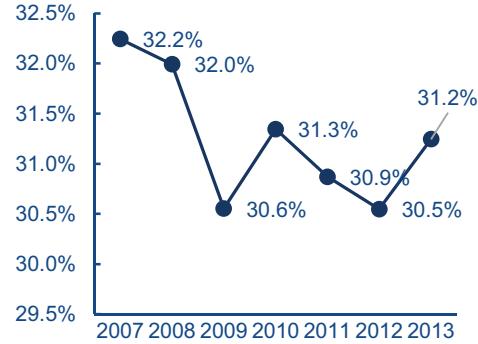
图 19: OCADO 销售收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 20: OCADO 综合毛利率

图 20: OCADO 综合毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

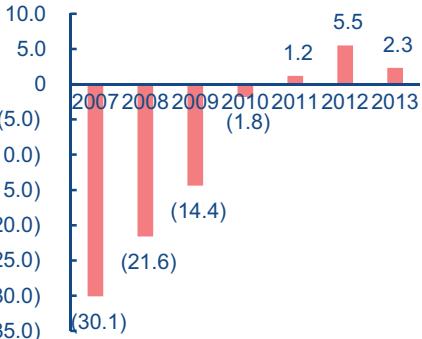
图 21: OCADO 期间费用率



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

最后一公里是竞争关键，社区 O2O 提升配送效率。最后一公里冷链物流是生鲜电商竞争关键环节。因自建冷链物流投入高昂，除顺丰自建冷链覆盖 54 城市外，多数 B2C 电商仍以第三方物流+特殊冷冻包装（如控温泡沫盒加冰袋/干冰锁温等）配送。为提升配送效率并改善服务体验，生鲜电商等均在尝试 O2O 探索最后一公里配送模式。例如电商“厨易时代”在上海开设 7 家社区服务站，商品从仓库配送至服务站冷库实现全程冷链，社区居民线上下单门店自提形成闭环。京东与全国万家便利店开展 O2O 合作，未来或将引入生鲜品类到店自提功能。三泰电子推出“速递易”，计划在全国 5 万个社区铺设自提柜提供最后一公里解决方案。永辉超市亦在探索消费者线上下单、门店自提的生鲜 O2O 模式。社区 O2O 有利于实现订单集中配送，并向消费者提供本地化服务，以门店自提匹配送货时间，助力提升最后一公里效率。

图 22: OCADO 经营利润（亏损）(百万英镑)



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 10：主要生鲜电商客单价、毛利率、供应链情况概览（亿元，元）

	销售额	客单价	日均订单量	毛利率	供应链体系	覆盖地区
天天果园	3.5	220	1500-2000		产地直采(多为进口)+自建物流(全程冷链)+非一线城市(除北上深蓉)顺丰物流	70余个城市(18省,4直辖市)
顺丰优选	3	200	800	22%	产地直采+自建物流(全程冷链)	冷冻配送54城市;冷藏及常温覆盖全国
本来生活	2.7	177	2000	37%	基地直采+自建仓储+第三方冷链物流(微特派)	北京、上海、广州及华北、华东、华南九省
中粮我买网	1	180	2600	24%	产地直采+自建+顺丰物流(一线城市自建冷链/二线地区常温)	60个城市(一线城市冷链配送)
美味七七	1				基地直采&进口+自建物流(全程冷链)	上海,江苏,浙江
1号店	0.7				产地直采&进口+第三方冷链物流(微特派)	北京、上海
沱沱工社	0.5	220	1300	30%	自产+自建冷链配送+第三方物流(顺丰)	自营仅配送北京地区,其他地区顺丰

资料来源：各公司网站，亿邦动力网，中信证券研究部整理

中长期看，生鲜品类市场广阔，电商渗透率不足1%，预计未来增长潜力巨大。生鲜市场2万亿规模空间广阔，随冷链物流等基础设施不断完善，社区O2O创新推广，我们看好生鲜电商未来增长前景。中性预测至2018年生鲜B2C规模达到390亿元，2014-2018年CAGR 45%。采购、仓储物流等供应链环节是生鲜电商比拼核心。目前天猫、京东依托流量优势搭建产地直供平台，未来规模有望持续领先；顺丰优选依托顺丰速递全国网络冷链物流基础最强（冷冻配送可达54城），中粮我买网则依托中粮上游优质产品建立品质背书。我们较看好天猫、京东、顺丰优选、中粮我买网等生鲜电商，以及永辉超市未来O2O模式的发展前景。

表 11：生鲜B2C市场规模预测

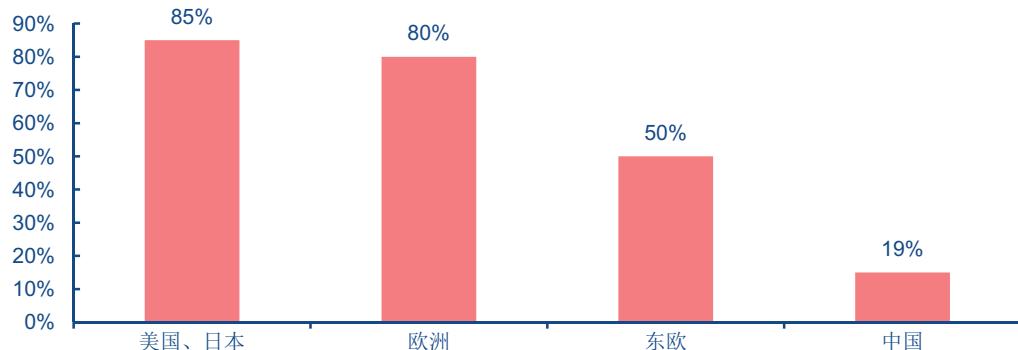
	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
食品网购金额(亿元)	131	167	219	324	470	658	888.3	1154	1443
增速	204.7%	27.5%	31.1%	47.9%	45.0%	40.0%	35.0%	30.0%	25.0%
生鲜B2C规模(亿元)	4.2	10.5	40.5	57	89.3	138.18	204.3	288.5	389.6
生鲜份额	3.2%	6.3%	18.5%	17.6%	19.0%	21.0%	23.0%	25.0%	27.0%
增速	320.0%	150.0%	285.7%	40.7%	56.7%	54.7%	47.9%	41.2%	35.0%

资料来源：易观智库，中信证券研究部预测

冷链化：降低损耗势在必行，政策助力冷链流通率提升

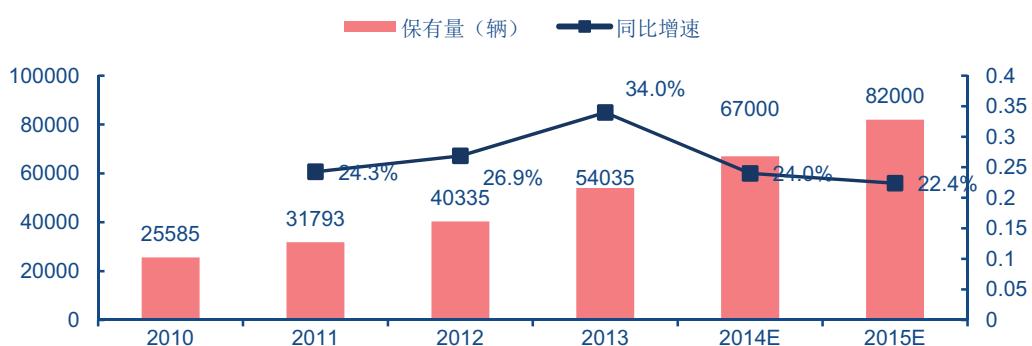
中国生鲜流通损耗率达25%~30%，提升冷链流通率、降低损耗势在必行。中国农产品物流基础设施明显落后，2013年仅19%生鲜食品通过冷链运输，远低于美国和日本85%水平。落后的冷链设施导致中国农产品流通环节损耗率居高不下（农业部数据显示中国鲜活农产品流通损耗率25%~30%，美国仅1%~2%），大幅提高流通成本。政策推动冷链设施布局加快，助力提升农产品流通效率。为加快冷链物流建设，国家发改委于2010年出台《农产品冷链物流发展规划》，计划到2015年果蔬/肉类/水产品冷链流通率分别提高至20%/30%/36%以上，流通环节产品损耗率分别降至15%/8%/10%。规划出台以来，中国冷库容量、冷藏及保温车保有量等基础设施进入快速增长：2010-2013年冷库容量从900万吨增长至2411万吨；冷藏及保温车保有量从2.6万辆提升至5.4万辆。2013年中国冷链物流固定资产投资超过1000亿元，同比+24.2%，政府大力支持干线物流投入。同时京东、中粮我买网、顺丰等企业加快建设最后一公里宅配冷链，如顺丰已实现54城市冷冻配送。在政策支持下预计至2018年冷链流通率将有望持续提升至40%以上，农产品流通损耗率有望降至10%左右水平。

图 23：各国冷链流通率情况



资料来源：中国冷链物流协会，中信证券研究部整理

图 24：2010-2015 年公路冷藏及保温车保有量情况



资料来源：睿能咨询，中信证券研究部预测

表 12：我国扶持冷链物流发展的主要政策

时间	政策或会议	政策要点
2010.6	《农产品冷链物流发展规划》	到 2015 年，果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别提高到 20%、30%、36%以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65%左右，流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10%以下。
2011.8	《国务院办公厅关于促进物流业健康发展政策措施的意见》	加大农产品冷链物流基础设施建设投入。
2011.12	《国务院办公厅关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见》	提出冷藏、冷冻、冷链运输等冷链物流基础设施建设，制订出台具体的政策措施。
2012.3	《关于支持农业产业化龙头企业发展的意见》	降低农产品物流成本，鲜活农产品运输“绿色通道”，支持龙头企业改善农产品贮藏、加工、运输和配送等冷链设施与设备。
2013.2	《中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》	发展农产品冷冻贮藏，建设鲜活农产品仓储物流设施。
2013.12	商务部召开全国商务工作会议	优化流通基础设施布局，大力加强流通设施建设，启动农产品冷链示范工程建设

资料来源：中信证券研究部整理

风险提示

1. 行业流通效率（冷链物流、可追溯等）提升低于预期；
3. 行业整合进程低于预期。

行业评级与投资策略

刚需驱动生鲜市场稳健增长，流通效率提升空间大

中国生鲜零售市场规模达 2 万亿元，刚性需求带动未来持续稳健增长。中国农产品流通体系效率低、成本高企。未来产业链纵向融合提效、一级市场/零售渠道横向整合料将是必然趋势。流通效率提升有望为产业链上下游龙头提供广阔成长空间。

集约化、信息化、冷链化将是三条投资主线

集约化、信息化、冷链化将是中国农产品流通体系演变主旋律。投资策略方面，我们建议循以上三条主线进行配置。

1) **集约化：产业链纵向一体化，流通主体横向整合。**批发市场仍将中期主导农产品流通，但连锁式经营、标准化复制将是趋势，重点关注快速连锁扩张、集约化及信息化优势强的农产品；农超对接占比料将快速提升，重点关注供应链优势强、以自有开店、农改超、并购整合行业的永辉超市，关注高鑫零售、步步高、物美商业等农超对接前景。

2) **信息化：互联网降低信息不对称，生鲜电商快速兴起。**需求驱动生鲜电商迅速兴起（10-13 年 CAGR139%），目前渗透率不足 1%，预计未来增长潜力大。参考国际生鲜电商 OCADO 案例，优质服务→做大流量→规模效应将是可持续发展之路。重点积极关注阿里巴巴、京东商城（平台模式产地直供，有望提升 GMV 中长期增长前景）、顺丰优选（冷冻配送 54 城市先发优势强）、中粮我买网（上游供应链资源丰富）。

3) **冷链化：降低损耗势在必行，政策助力冷链流通率提升。**中国生鲜流通损耗率达 25%~30%远高于美国（1%），降低损耗势在必行，政策扶持下预计至 2018 年冷链率将从目前 19%提升至 40%。冷链设施完善有望中长期提升产业链效率，永辉超市、农产品、京东商城、阿里巴巴、中粮我买网、顺丰优选等流通主体料将长期受益。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。**香港特区：**本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本期报告涉及股票农产品(000061)，中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过 1%。本期研究报告系公司研究员根据农产品公开信息所做的独立判断。

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 无需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 无雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”)) 例外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsacom/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsacom。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。