



## 核心观点

### ❖ 我国自有品牌市场尚处于起步阶段

2017 年美国超市销售额为 3050 亿美元，其中自有品牌贡献了 18% 的超市销售额，而我国超市自有品牌贡献率尚不足 4%，自有品牌尚处于起步阶段。相较于通过并购或投资加强冷链网络建设，部分外资超市更倾向于投资较为成熟且易形成规模效应的非生鲜类食品，因此沃尔玛、Aldi 等外资超市尚未覆盖自有生鲜品牌，而永辉超市、家家悦等超市则依托优秀的现代冷链运输网络推出生鲜自有品牌。

### ❖ 生鲜自有品牌利于提升毛利率及消费者粘性

家家悦自有品牌占营业额比逐年上升，2017 年为 9%；永辉超市于 2016 年初推出彩食鲜后毛利率得到显著提升，2017 年彩食鲜主营业务收入达到 10 亿元；盒马鲜生平均月度复购率 4.5 次，极具性价比的生鲜自有品牌实际复购率预计高于 5 次。据测算，生鲜自有品牌占比提升 5 个百分点，永辉超市及家家悦毛利率将分别提升 0.9、1.1 个百分点至 22.7%、22.7%，生鲜自有品牌利于提升毛利率及消费者粘性。

### ❖ 超市及新业态均推出生鲜自有品牌

北京老牌商超企业物美推出生鲜自有品牌“每日鲜”以满足消费者消费升级的需求。新业态方面，超级物种、苏鲜生及 7 Fresh 分别依托永辉、苏宁及京东成熟的供应链体系成立了生鲜自有品牌。在冷链运输发展迅速、生鲜市场空间广阔背景下，超市及新业态相继聚焦生鲜自有品牌领域。

### ❖ 高性价比为生鲜自有品牌重要竞争优势

据草根调研结果显示，永辉生活及超级物种自有品牌生鲜品类价格平均比盒马鲜生低 27%、6.7%，且永辉超市自有品牌 SKU 较丰富使得大多消费者更愿意去永辉超市进行日常生鲜采购。高性价比能有效提高消费者品牌忠诚度，为生鲜自有品牌重要竞争优势。

### ❖ 未来方向：产品质优、差异化定位

金好来作为我国第一批发展生鲜自有品牌的企业，一方面证明了我国消费者购买产品质优且性价比高的生鲜自有品牌产品的意愿较强，另一方面也证明了生鲜自有品牌可有效拉动总体销量及利润增长。全食超市的发展历程显示建立具有差异化的品牌形象、采购战略、服务体验均可提升客户认可度。Sysco 的发展历程则显示批发式销售利于充分发挥规模效应。推荐关注推出性价比高、注重产品质量及差异化定位生鲜自有品牌的超市及相关新业态。

### ❖ 相关标的：永辉超市、家家悦、红旗连锁。

### ❖ 风险提示：消费增速放缓导致生鲜超市线下展店速度放缓；CPI 大幅下降风险；天气因素导致生鲜产量下降风险；新业态导入期亏损较大风险。

## 📌 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部  
报告类别 | 深度报告  
所属行业 | 商贸零售  
报告时间 | 2019/02/20  
所属部门 | 股票研究部

## 📌 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 📌 联系人

张潇倩  
证书编号：S1100118060009  
021-68595150  
zhangxiaolian@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034  
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120  
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000  
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、现状：我国超市自有品牌尚处于起步阶段 .....	5
1.1 我国超市自有品牌发展空间大 .....	5
1.2 海外超市自有品牌发展较为成熟 .....	6
1.2.1 Aldi:回归零售本质，自有品牌成就优质低价 .....	7
1.2.2 沃尔玛:50%以上利润来自于自有品牌 .....	8
1.3 优秀的冷链运输网络为发展生鲜自有品牌前提 .....	9
二、生鲜自有品牌：高性价比为重要竞争优势 .....	11
2.1 生鲜市场发展空间广阔，电商相继布局线下市场 .....	11
2.2 生鲜自有品牌利于提高毛利率及消费者粘性 .....	12
2.2.1 家家悦：自有品牌占营业额比逐年上升 .....	12
2.2.2 永辉超市：推出彩食鲜后毛利率提升显著 .....	13
2.2.3 盒马鲜生：生鲜自有品牌复购率高 .....	15
2.3 超市及新业态均已推出生鲜自有品牌 .....	16
2.4 极致性价比为生鲜自有品牌重要竞争优势 .....	17
三、未来方向：产品质优、差异化定位 .....	19
3.1 生鲜自有品牌产品质优成就金好来 .....	19
3.2 差异化定位助力海外生鲜自有品牌发展 .....	21
3.2.1 Sysco：通过优秀的冷链网络及批发式销售建立竞争优势 .....	21
3.2.2 全食超市：专注“有机、健康”的生鲜产品 .....	25
四、投资建议 .....	31
风险提示 .....	32

图表目录

图 1:	欧美自有品牌价格为品牌价格 61%-84%.....	5
图 2:	主要超市自有品牌毛利率均高于 20%.....	5
图 3:	我国自有品牌平均市占率较低.....	6
图 4:	欧美自有品牌中冷冻食品占比最高.....	6
图 5:	目前我国非食品自有品牌市占率最高.....	6
图 6:	ALDI 产品结构.....	8
图 7:	ALDI 商品价格较沃尔玛低.....	8
图 8:	ALDI 质量监管流程严格.....	8
图 9:	2017 年沃尔玛营业收入达 5003.4 亿美元.....	9
图 10:	2017 年沃尔玛归属于母公司股东的净利润 98.6 亿美元.....	9
图 11:	沃尔玛自有品牌陈列示意图.....	9
图 12:	沃尔玛主要自有品牌.....	9
图 13:	2017 年生鲜市场交易额为 17897 亿元.....	12
图 14:	2017 年生鲜电商市场交易额为 1418 亿元.....	12
图 15:	线上电商活跃用户同比增速放缓.....	12
图 16:	家家悦自有品牌占营业收入比呈上升趋势.....	13
图 17:	家家悦旗下主要自有品牌.....	13
图 18:	永辉超市及家家悦生鲜占营收比不断上升.....	14
图 19:	2016 年推出彩食鲜后毛利率迅速上升.....	15
图 20:	2016 年推出彩食鲜后生鲜及加工营业收入增速提升.....	15
图 21:	盒马鲜生自有品牌产品陈列图.....	16
图 22:	超级物种自有品牌产品陈列图.....	16
图 23:	消费者受产品质量影响最大.....	17
图 24:	一般消费者忠诚度受价格及质量影响大.....	17
图 25:	现代生鲜供应链模式生鲜产品加价率较低, 利于生鲜自有品牌发展.....	18
图 26:	金好来自有品牌发展之路.....	20
图 27:	金好来自有品牌 SKU 逐年升高.....	21
图 28:	金好来自有品牌销售占比逐年升高.....	21
图 29:	SYSCO 占据美国食品供应市场份额的 16%.....	22
图 30:	SYSCO 2018 年营业收入同比增长 6.1%.....	22
图 31:	SYSCO 2018 年归属母公司股东的净利润同比增长 25.2%.....	22
图 32:	2017 年生鲜占比提升 1.3 个百分点导致毛利率增长.....	22
图 33:	SYSCO 生鲜占营业收入总额比逐年提升.....	22
图 34:	SYSCO 2018 年生鲜占比为 58.8%.....	22
图 35:	SYSCO 生鲜占营业收入总额比逐年提升.....	23
图 36:	SYSCO 主要营业收入来自餐厅客户.....	24
图 37:	2018 年 51.8% 中国消费者外出就餐频次增加.....	24
图 38:	我国餐饮收入规模持续增长.....	24
图 39:	全食超市发展历程.....	25
图 40:	全食超市 2016 年营业收入为 157 亿美元.....	26
图 41:	全食超市 2016 年净利润为 5.1 亿美元.....	26
图 42:	全食超市 2016 年毛利率为 34%.....	26

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	全食超市 2017 年店面数量为 456 家.....	26
图 44:	生鲜占比达 47%以上 .....	26
图 45:	全食超市生鲜产品陈列示意图.....	26
图 46:	全食超市毛利率最高, SYSCO 毛利率最低.....	27
图 47:	全食超市净利率较高, 永辉超市净利率提升明显.....	27
图 48:	SYSCO ROE 最高, 家家悦近年来下滑.....	27
图 49:	全食超市及 SYSCO 存货周转率较高.....	27
图 50:	全食超市自有品牌占营业总额比逐年增加.....	28
图 51:	全食超市自有品牌 SKU 逐年增长.....	28
图 52:	2017 年最受美国消费者欢迎的 23 家超市中, 专售生鲜的超市数量过半 .....	29
图 53:	绿标及红标永辉超市在经济发达地区密集程度较高.....	30
图 54:	家家悦超市 86.8%的门店在胶东地区 .....	30
图 55:	全食超市分布较为分散.....	30
表格 1.	海外主要折扣超市类型.....	7
表格 2.	海外主要零售商自有品牌发展情况.....	7
表格 3.	近期生鲜自有品牌频繁推出.....	10
表格 4.	推出生鲜自有品牌的企业冷链运输能力较强.....	10
表格 5.	生鲜自有品牌未来发展空间较零食及非食品产品更大 .....	11
表格 6.	家家悦竞争优势利于生鲜自有品牌持续发展.....	13
表格 7.	永辉超市竞争优势利于生鲜自有品牌持续发展.....	14
表格 8.	生鲜自有品牌占比提升 5 个百分点, 永辉超市毛利率将提升 0.9 个百分点 .....	15
表格 9.	生鲜自有品牌价值凸显.....	16
表格 10.	近期新业态生鲜自有品牌频繁推出.....	17
表格 11.	永辉超市生鲜自有品牌的高性价比使得消费者认可度较高.....	19
表格 12.	2016 年河南水果及蔬菜产量均位列前三.....	20
表格 13.	SYSCO 自有品牌一览表.....	23
表格 14.	SYSCO 自有品牌占销售额比重达 50%, 批发式销售增强了客户粘性 .....	25
表格 15.	全食超市旗下主要自有品牌一览.....	27
表格 16.	全食超市自有品牌实现差异化定位.....	28
表格 17.	相关标的估值一览 .....	31

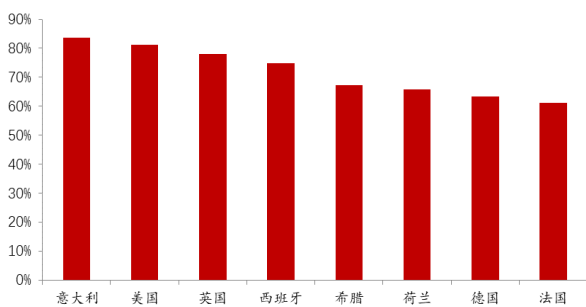
## 一、现状：我国超市自有品牌尚处于起步阶段

### 1.1 我国超市自有品牌发展空间大

我国超市自有品牌市场尚处于起步阶段。据 IRI 数据显示，2017 年英国、德国等欧洲国家自有品牌价格平均比品牌产品低 29%，美国自有品牌价格比品牌商品低 18.9%。据 Journal of Marketing 显示，2008 年自有品牌毛利率高达 33.8%，较普通零售商毛利率高出 9 个百分点。自有品牌在压低终端零售价的同时获得较高毛利率使得欧美等国家相继大力发展自有品牌。2017 年美国超市销售额为 3050 亿美元，其中自有品牌销售额达 549 亿美元，同比增长 9.1%，自有品牌贡献了 18% 的超市销售额，而我国超市自有品牌贡献率尚不足 4%。此外，区别于发达国家平均 20%-45% 的自有品牌市场占有率，我国自有品牌的平均市场占有率大约为 1-2% 左右。

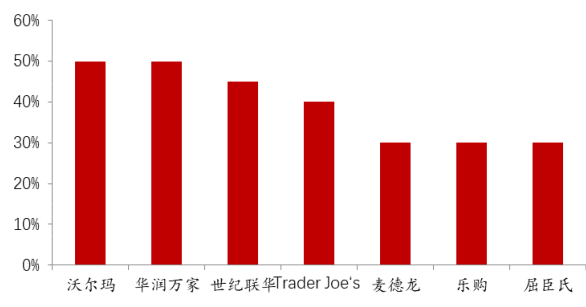
细分来看，欧美零售商自有品牌以食品饮料及日用品为主。据 Statista 数据显示，由于食品饮料及日用品行业技术壁垒低、市场成熟度高、消费差异感知小，冷冻食品及冷藏食品自有品牌在欧洲市场市占率超 40%。我国非食品自有品牌平均市场占有率在 20-40% 之间，而食品饮料自有品牌占比较小，我国食品饮料自有品牌存在较大发展空间。

图 1：欧美自有品牌价格为品牌价格 61%-84%



资料来源：IRI，川财证券研究所

图 2：主要超市自有品牌毛利率均高于 20%



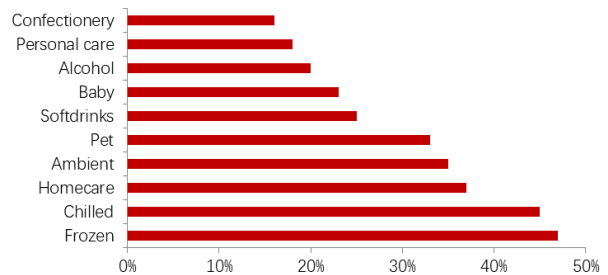
资料来源：中国连锁经营协会，川财证券研究所

图 3：我国自有品牌平均市占率较低



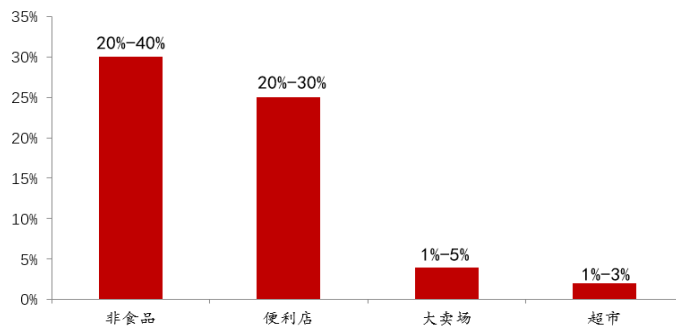
资料来源：Statista，川财证券研究所

图 4：欧美自有品牌中冷冻食品占比最高



资料来源：凯睿咨询，川财证券研究所

图 5：目前我国非食品自有品牌市占率最高



资料来源：PLMA，GFK，凯睿咨询，川财证券研究所

## 1.2 海外超市自有品牌发展较为成熟

海外超市可分为“硬折扣”、“软折扣”类型。“硬折扣”指超市通过直接压低终端价方式进行让利，“软折扣”指超市通过促销、优惠券等方式进行让利。自有品牌在两种类型超市中都发挥着十分重要的作用，在“硬折扣”超市中作用尤其突出。自有品牌能通过“提升每个自有产品的采销规模→降低终端价格→进而扩大销售规模→降低终端价格”模式获得高毛利。

表格 1. 海外主要折扣超市类型

公司	总部所在地	母公司	类型	是否上市
ALDI	德国	ALDI Group	硬折扣商	否
LIDL	德国	Schwarz Group	硬折扣商	否
Kaufland	德国	Schwarz Group	硬折扣商	否
Netto Marken-Discount	德国	Edeka Group	软折扣商	否
Penny	德国	REWE Group	软折扣商	否
Biedronka	波兰	Jeronimo Martins	硬折扣商	否
Dia	西班牙	Dia	软折扣商	是
REMA 1000	挪威	Reitan Group	硬折扣商	否
Netto	丹麦	Dansk Supermaket Group	硬折扣商	否
Trader Joe's	美国	ALDI Group	硬折扣商	否
Walmart	美国	Walmart	硬折扣商	是

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 2. 海外主要零售商自有品牌发展情况

海外零售商	自有品牌发展情况
沃尔玛	自有品牌惠宜SKU比例为30%，截至2018年第三季度，沃尔玛自有品牌惠宜的销售额已达成34%的同比增长。
Costco	自有品牌Kirkland贡献了近四分之一的销售额，公司估计这个数字还会继续增长
Kroger	2011-2017 年间自有品牌Kroger, Private Selection和Simple Truth销售额增长37%
Aldi	自有品牌 SKU 比例高达 90%，产品价格与沃尔玛在内的美国竞争对手相比便宜 21%
Lidl	自有品牌 SKU 比例高达 90%

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

### 1.2.1 Aldi: 回归零售本质，自有品牌成就优质低价

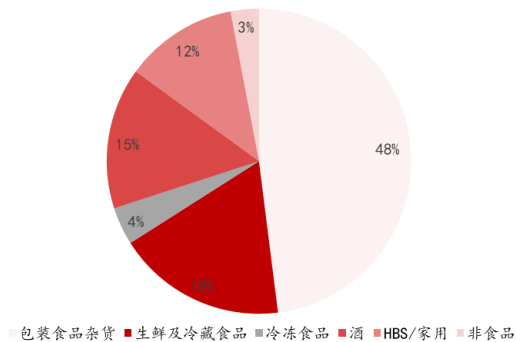
Aldi 为德国最大的食品连锁零售企业，2016 年 Aldi 营业收入 848.2 亿美元，为硬折扣战略的开创者。它的前身是 1948 年阿尔布莱特兄弟接管其母在德国埃森市郊矿区开办的食品零售店，至今，Aldi 仍属于阿尔布莱希特家族的泰欧和卡尔兄弟二人所有，分别经营 Aldi 在北德地区的北店和南德地区的南店。40 年后，Aldi 在国内外市场上迅速扩张，其国内的连锁店达到 3600 多家，遍布 16 个州；国外连锁店 1000 余家，其中仅在美国东部 20 余个州即开办了近 600 家分店，此外，Aldi 在 1976 年收购了 Trader Joe's。

Aldi 竞争力包含：1) 拥有丰富的自有品牌及精简的 SKU。Aldi 精选周转率较快、销量较大、标准化程度高的产品作为自有品牌产品进行销售以达到扩大采购规模、压低终端价格的目的。店内平均 SKU 仅为 1200+，自有品牌占比高

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

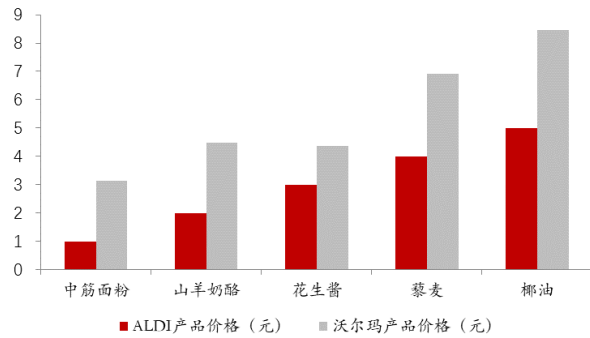
达 93%，主要种类包含食品饮料、酒等产品，需要优秀供应链及难以进行标准化的生鲜产品占比少，自有品牌成就了 Aldi 的极致性价比。此外 Aldi 联合供应商共同开发自有品牌利于提升自有品牌质量；2) 通过控制各项费用进一步压缩成本。Aldi 通过减小门店面积、缩减员工数量、降低薪酬开支、采取产品标准化包装及百货等方式压缩各项成本。

图 6: Aldi 产品结构



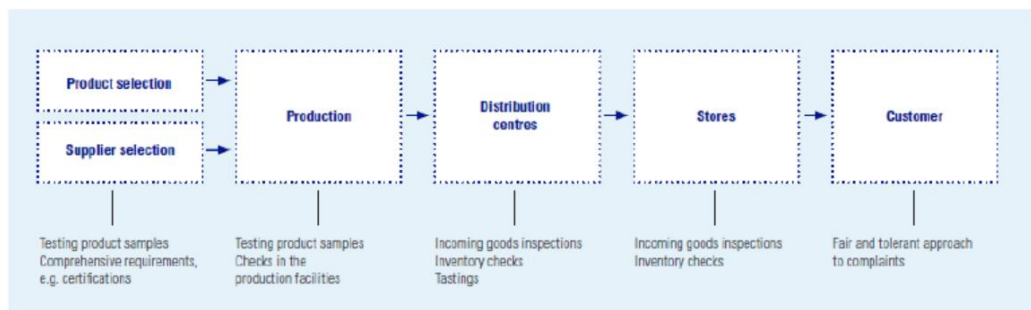
资料来源: 赢商网, 川财证券研究所

图 7: Aldi 商品价格较沃尔玛低



资料来源: Business Insider, 川财证券研究所

图 8: Aldi 质量监管流程严格



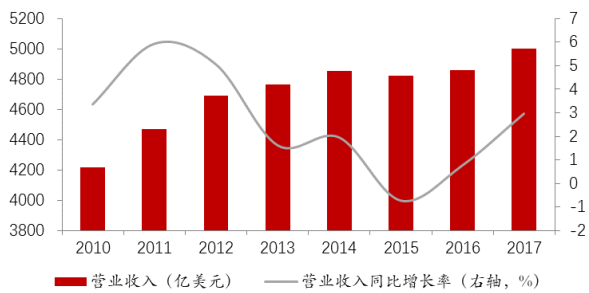
资料来源: ALDI 北方集团 2015 年可持续发展报告, 川财证券研究所

### 1.2.2 沃尔玛:50%以上利润来自于自有品牌

沃尔玛是一家美国的世界性连锁企业，总部位于美国阿肯色州的本顿维尔。沃尔玛公司目前有 8500+家门店，分布于全球 15+个国家。2017 年沃尔玛营业收入达 5003.4 亿美元;归属于母公司股东的净利润 98.6 亿美元;ROE12.7%;门店数 1.17 万家;同店销售增速为 2.2%。

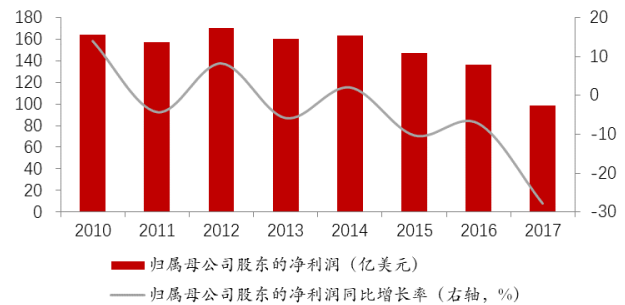


图 9：2017 年沃尔玛营业收入达 5003.4 亿美元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：2017 年沃尔玛归属于母公司股东的净利润 98.6 亿美元



资料来源：Wind，川财证券研究所

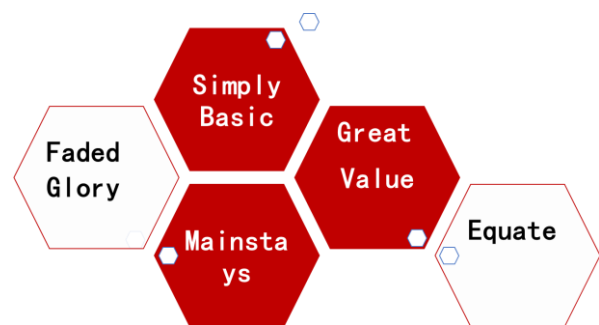
沃尔玛竞争力包括：1) 采取多品牌战略。沃尔玛根据产品品类推出不同品牌产品，且产品名与公司名不同。比如 Great Value 系列、mainstays 系列、Simply Basic 系列等，多品牌战略利于培养认知度较高的品牌；2) 大力发展自有品牌。目前公司在全球范围内共拥有 40 个自有品牌，其中 23 个为全球性自有品牌，全球自有品牌 SKU 为 190000+，目前沃尔玛全球 30% 的销售额、50% 以上的利润均来源于较品牌产品售价低 10%-20% 的自有品牌。以在我国最常见的惠宜为例，目前惠宜在我国 SKU 为 600+，2017 年及 2018 年前三季度销售额分别同比增长达 30%、34%，惠宜正处于高速发展期；3) 采取多种零售经营形式。沃尔玛针对高、中、低档消费人群分别推出沃尔玛综合性百货商店、山姆会员商店及沃尔玛平价购物广场以抢占市场份额。

图 11：沃尔玛自有品牌陈列示意图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 12：沃尔玛主要自有品牌



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 1.3 优秀的冷链运输网络为发展生鲜自有品牌前提

目前，沃尔玛、乐购等外资超市自有品牌已覆盖零食糖果等食品饮料领域，相本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

较于通过并购或投资加强冷链运输系统建设，部分外资超市更倾向于选择投资发展成熟且易形成规模效应的非生鲜类食品，因此沃尔玛、Aldi 等外资超市在我国尚未覆盖自有生鲜品牌。永辉超市等超市则依托优秀的现代冷链运输网络积极推出生鲜自有品牌。

表格 3. 近期待生鲜自有品牌频繁推出

推出时间	公司/品牌名称	代表品牌名称	SKU数量
2018.7	物美	每日鲜	20
2018.5	7FRESH	京觅	10
2018.5	小象生鲜	象大厨	50
2018.5	每日优鲜	每日良品	12
2018	永辉	超级U选	40
2017.9	盒马	日日鲜	44
2017	金好来	厨鲜生	
2016.11	生鲜传奇	生鲜传奇	200
2015	永辉	彩食鲜	400
2014	家乐福	家优鲜	8
2013	金好来	金好来	
2007	大润发	大拇指品牌、钻典、屋顶小镇	2000
2003	麦德龙	宜客、荟食	500
2002	家家悦	“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“柔可馨”	200
1993	沃尔玛中国	惠宜	2000

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 4. 推出生鲜自有品牌的企业冷链运输能力较强

类型	超市	冷链覆盖范围	冷链系统是否开放	冷链覆盖范围
传统超市	腾讯系 永辉超市	公司的物流中心已经覆盖全国17个省市，总运作面积37万平方米；常温配送中心分布在17个省区；目前公司拥有大型自有物流基地6个、租赁自营物流9个、第三方合作物流4个、自营生鲜物流10个。公司未来2年计划建设5个自有物流园。	2017年12月底，红旗连锁与永辉超市签署了《战略合作框架协议》，红旗连锁已将永辉超市供应商加入门店	★★★★★
传统超市	—— 家家悦	公司在山东拥有3处常温物流中心及5处生鲜物流中心，总运作面积达19.41万平方米；尚未实现全国范围内的大面积布局。	未开放	★★
线上线下融合超市业态	京东系 7 Fresh	7Fresh 依托京东物流进行冷链运输；截至2018年5月，京东物流已在10个城市建成13个冷链仓，冷藏冷冻一体化B2C网络覆盖超过300个城市；京东物流拥有深冻、冷冻、冷藏和温控这四个温区，利于满足不同食材冷藏需求；京东物流利用智能化技术实现24小时全温层湿度监控，把控产品新鲜品质。	京东冷链物流已经全面对外开放，为 B2C、B2B 都能提供全程冷链物流的解决方案	★★★★★
线上线下融合超市业态	阿里系 盒马鲜生	盒马鲜生与润特成为冷链合作伙伴；基于超市做3公里物流配送，盒马鲜生使用常温配送替代冷链物流。	尚未建立自有的冷链运输体系	——
线上线下融合超市业态	苏宁系 苏鲜生	苏鲜生依托苏宁物流冷链物流体系进行冷链运输；截至2018年11月苏宁已完成了45座冷链仓的建设，覆盖全国173座城市，更下沉至平顶山、内江、盐城等多个三线城市，下一步将覆盖全国，同时苏宁与数十家生鲜直供商达成了合作关系。	苏宁冷链物流已经全面对外开放	★★★★★

资料来源：公司公告，川财证券研究所

冷链运输能力较强的企业有望脱颖而出。相较于非生鲜自有品牌，生鲜自有品牌拥有消费者感知差异度低、采购频率高、市场空间大、利润空间大等特点，同时生鲜自有品牌对供应链也有着较高要求，目前生鲜供应链面临以下痛点：1) 农业集中度低，不利于规模采购；2) 冷链运输尚不发达导致生鲜损耗率较高；3) 标准化采购体系难以满足旺盛的消费需求。供应链实力较强的龙头企业有望抓住这一契机大力发展生鲜自有品牌，实现迅速成长。

表格 5. 生鲜自有品牌未来发展空间较零食及非食品产品更大

	零食自有品牌	生鲜自有品牌	个护产品自有品牌
技术壁垒	中	低	中
运输要求	低	高	低
市场成熟度	高	低	高
消费者感知差异	中	低	中
采购频率	中	高	低
标准化程度	高	低	高
未来市场空间	低	高	低
盈利空间	中	高	低

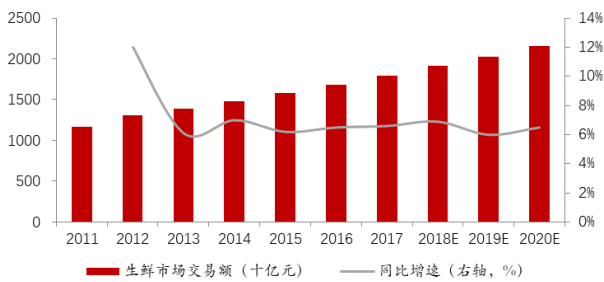
资料来源：赢商网，川财证券研究所

## 二、生鲜自有品牌：高性价比为重要竞争优势

### 2.1 生鲜市场发展空间广阔，电商相继布局线下市场

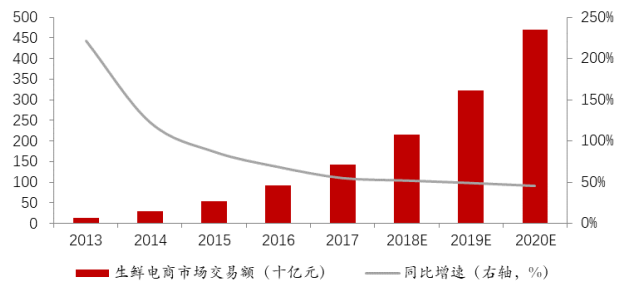
生鲜市场发展空间广阔。2011-2017年，生鲜市场交易额从11687亿元上升至17897亿元，复合年均增长率为6.3%。生鲜电商方面，2017年生鲜电商市场规模约为1418亿元，同比增长55%，占全国生鲜市场交易规模的7.9%。易观数据预计，2018年生鲜电商市场规模为2158.2亿元，未来三年生鲜电商市场复合增长率达49%，生鲜电商渗透率将从2017年的8%提升至2020年的22%，生鲜电商发展迅速。

图 13：2017 年生鲜市场交易额为 17897 亿元



资料来源：易观数据，川财证券研究所

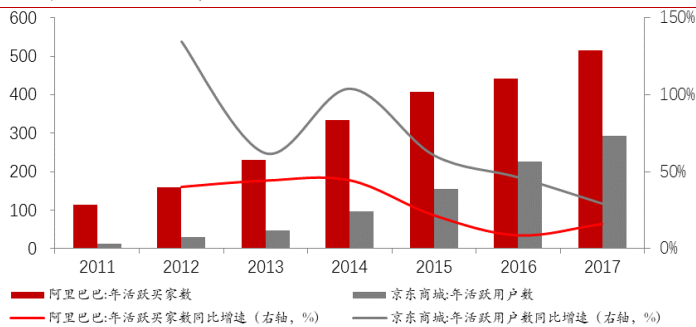
图 14：2017 年生鲜电商市场交易额为 1418 亿元



资料来源：易观数据，川财证券研究所

我们在《商贸零售行业深度报告：生鲜平台新业态迭代加速，供应链价值凸显》中已提及：生鲜市场发展广阔、超市渠道有望提升、生鲜消费频率高、网上零售市场规模同比增速放缓、线上获客成本逐年提升等原因促使电商相继布局线下生鲜市场，在此背景下，各零售商相继频繁推出生鲜自有品牌。

图 15：线上电商活跃用户同比增速放缓



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2.2 生鲜自有品牌利于提高毛利率及消费者粘性

### 2.2.1 家家悦：自有品牌占营业额比逐年上升

家家悦深耕胶东地区，历经四十余年成为胶东地区的生鲜龙头超市。2013-2017 年，公司营业收入从 90 亿增长至 113.3 亿，复合年均增长率为 5.9%。公司通过设立中央厨房、控股上游公司打造了“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“柔可馨”等自有品牌，其中主打生鲜产品的“悦记飘香”提供 1200 多个生鲜相关 SKU，公司物流、业态、产品及管理方面优势助力自有品牌持续发展。2015 年家家悦自有品牌占销售额比重为 8.9%，2016 年随着门店数量的增加而稀释至 8.6%，2017 年回升至 9%，自有品牌销售额呈上升态势显示客户对本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

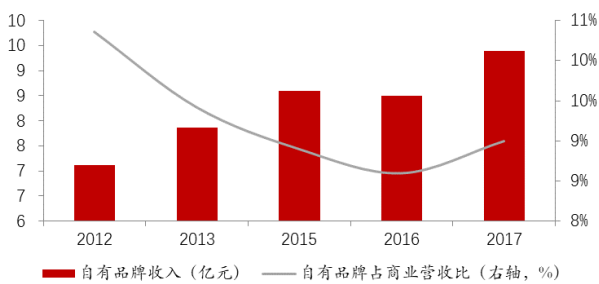
自有品牌认可度提升。由于生鲜为刚性需求，高性价比的生鲜自有品牌利于进一步提升客户粘性、提高销售额。

表格 6. 家家悦竞争优势利于生鲜自有品牌持续发展

	优势
产品方面	公司直采比例较高，2017年达86.8%。
业态方面	家家悦以综超及大卖场为主，多业态协同发展。截至2018年6月底，公司各业态连锁门店数量702家，其中大卖场99家、社区综合超市295家，2018年前三季度公司的综合超市以及大卖场分别实现营业收入45.3以及49.5亿元，分别同比增长7.7%以及21.5%。
物流方面	家家悦在山东拥有3处常温物流中心及5处生鲜物流中心，总运作面积达19.41万平方米，建立了覆盖全省的物流网络体系，供应链优势显著。
管理方面	公司推行合伙人制度，试点门店销售、坪效、人效均实现8%以上增长，合伙人制度有望激发员工活力。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 16: 家家悦自有品牌占营业收入比呈上升趋势



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17: 家家悦旗下主要自有品牌

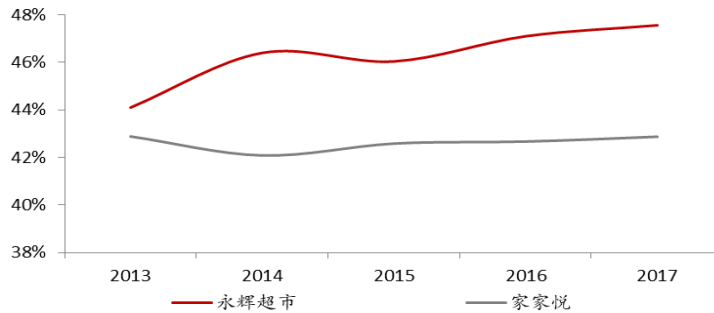


资料来源：百度图片，川财证券研究所

### 2.2.2 永辉超市：推出彩食鲜后毛利率提升显著

永辉超市为生鲜超市行业龙头公司，2017 年生鲜占营业收入比达 48%。永辉超市 2018 年前三季度实现营业收入 526.9 亿元，同比增长 21.7%。截至 2018 年 6 月底，公司业务覆盖 22 个省市，拥有 952 家超市，其中 65.2% 的门店为绿标以及红标超市。永辉超市计划 2018 年新开永辉超市 Bravo 店 135 家，超级物种 100 家。

图 18: 永辉超市及家家悦生鲜占营收比不断上升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

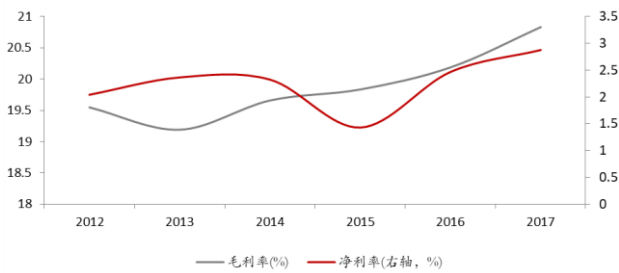
永辉超市于 2016 年初推出彩食鲜后, 公司毛利率得到显著提升, 2017 年彩食鲜主营业务收入达到 10 亿元。据草根调研结果显示, 永辉超市生鲜自有品牌产品价格比农贸市场低、SKU 较为丰富、产品品质高、永辉超市线下门店数量较多等因素使得线下复购率较高, 而线上生鲜产品价格较线下贵使得线上复购率不及线下。虽然永辉超市生鲜自有品牌占营业收入比不到 4%, 但永辉超市提出未来在超级物种、永辉生活以及 Bravo 永辉门店中将大力推广自有品牌商品, 通过与拥有丰富的自有品牌创立及发展经验的达曼国际合作, 最终将自有品牌商品 SKU 数占比提升至 50%。

表格 7. 永辉超市竞争优势利于生鲜自有品牌持续发展

	优势
产品方面	永辉超市通过入股供应商和引资掌握稳定货源, 采用“全国统采+区域统采+当地采购+海外直采”的采购方式来减少加价、平抑生鲜价格、保证生鲜新鲜度, 且永辉超市买手团队的采购已形成技术壁垒。
业态方面	永辉超市线下门店庞大, 永辉超市将继续推进云超板块的红标店升级以实现生鲜消费端的升级。此外, 云商板块中实现了 B2B2C 的彩食鲜也将继续拓展生鲜市场, 而生鲜平台将继续助力云创板块的超级物种及永辉生活会员体验店创新。
物流方面	永辉超市物流中心已覆盖全国 17 个省市, 总运作面积达 37 万平方米, 同时已建立了仓储物流中心, 下一步将拓展全国市场, 供应链优势显著。
管理方面	公司推行股权激励政策以提高员工忠诚度及工作积极性。

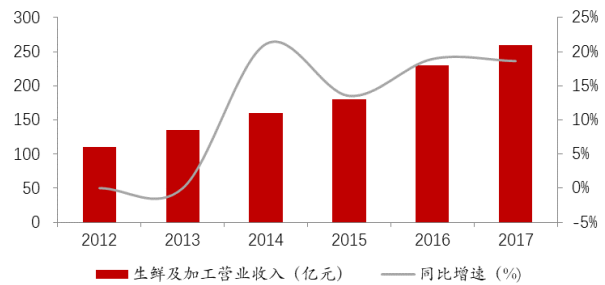
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 19: 2016 年推出彩食鲜后毛利率迅速上升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20: 2016 年推出彩食鲜后生鲜及加工营业收入增速提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

经测算, 生鲜自有品牌占比提升 5 个百分点将拉动毛利率提升 0.9-1.1 个百分点。海外大部分超市的平均毛利率在 15% 左右, 而自有品牌平均毛利率在 28-40% 左右, 假设我国生鲜自有品牌毛利率为 30%, 经测算, 自有品牌占比提升 5 个百分点, 永辉超市及家家悦毛利率将分别提升 0.9、1.1 个百分点至 22.7%、22.7%。当永辉超市自有品牌占比达 50% 时, 毛利率将提升 4.6 个百分点至 26.4%。

表格 8. 生鲜自有品牌占比提升 5 个百分点, 永辉超市毛利率将提升 0.9 个百分点

自有品牌占比提升 (百分点)	永辉超市:2018年前三季度毛利率为21.8%		家家悦2018年前三季度毛利率为21.6%	
	自有品牌占比提升对应毛利率提升 (百分点)	2019年前三季度毛利率 (%)	自有品牌占比提升对应毛利率提升 (百分点)	2019年前三季度毛利率 (%)
5%	0.87	22.70%	1.09	22.68%
10%	1.28	23.11%	1.51	23.10%
15%	1.69	23.52%	1.93	23.52%
20%	2.10	23.93%	2.35	23.94%
25%	2.51	24.34%	2.78	24.37%
30%	2.92	24.75%	3.20	24.79%
35%	3.33	25.16%	3.62	25.21%
40%	3.74	25.57%	4.04	25.63%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 2.2.3. 盒马鲜生: 生鲜自有品牌复购率高

盒马鲜生是阿里巴巴对线下超市完全重构的新零售业态, 新零售业态自有品牌利于增强客户粘性、将线下流量传导至线上以形成协同联动效应。盒马鲜生营业半年以上成熟店铺线上线下订单占比为 7:3, 销售方式上仍然以线上销售为主, 线下销售为辅, 线上转化率为 35%, 盒马鲜生成功的通过线下门店将线下

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

流量导入线上利于不方便线下购买产品的消费者进行线上购买，从而提升整体销售额。此外，据统计盒马鲜生平均月度复购率 4.5 次，一年复购率约为 50 次，极具性价比的生鲜自有品牌实际复购率预计高于 5 次。

图 21：盒马鲜生自有品牌产品陈列图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 22：超级物种自有品牌产品陈列图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

### 2.3 超市及新业态均已推出生鲜自有品牌

生鲜自有品牌价值凸显。对零售商来说，生鲜自有品牌利于提升零售商品价值、增强客户粘性；对于消费者来说，生鲜自有品牌利于获得高性价比产品，因此零售商相继打通产业链，推出生鲜自有品牌。

表格 9. 生鲜自有品牌价值凸显

生鲜自有品牌价值	
对于零售商来说	提升盈利空间、提升零售商品品牌价值、增加客户粘性、带动其他产品销量提升、通过线下门店将线下流量传导至线上以形成协同联动效应
对于消费者来说	自有品牌能满足个性化需求的同时也能享受到高性价比商品； 生鲜产品尝鲜门槛低，对品牌背书依赖度低、对品质有直观辨别进一步促使消费者选择生鲜自有品牌

资料来源：调研总结，川财证券研究所

商超及新业态均已布局生鲜自有品牌。在盒马鲜生、7Fresh、小象生鲜等新业态商超品牌崛起的背景下，传统商超企业生存空间受到挤压，传统超市面临转型。北京老牌商超企业物美推出自有生鲜品牌“每日鲜”以满足消费者消费升级的需求，传统商超正积极拥抱消费变革。新业态方面，目前超级物种、苏鲜生及 7 Fresh 分别依托永辉、苏宁及京东成熟的供应链体系成立了生鲜自有品

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



牌，盒马鲜生的日日鲜、小象生鲜的象大厨、7 Fresh 的京觅于近期密集面世。

表格 10. 近期新业态生鲜自有品牌频繁推出

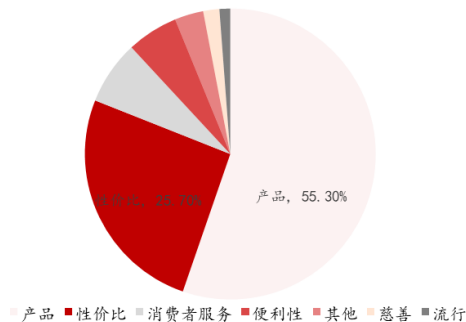
推出时间	公司/品牌名称	代表品牌名称	SKU数量
2018.7	物美	每日鲜	20
2018.5	7FRESH	京觅	10
2018.5	小象生鲜	象大厨	50
2018.5	每日优鲜	每日良品	12
2018	永辉	超级U选	40
2017.9	盒马	日日鲜	44
2017	金好来	厨鲜生	
2016.11	生鲜传奇	生鲜传奇	200
2015	永辉	彩食鲜	400
2014	家乐福	家优鲜	8
2013	金好来	金好来	
2007	大润发	大拇指品牌、钻典、屋顶小镇	2000
2003	麦德龙	宜家、茶食	500
2002	家家悦	“荣光”、“麦香苑”、“悦记飘香”、“柔可馨”	200
1993	沃尔玛中国	惠宜	2000

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.4 极致性价比为生鲜自有品牌重要竞争优势

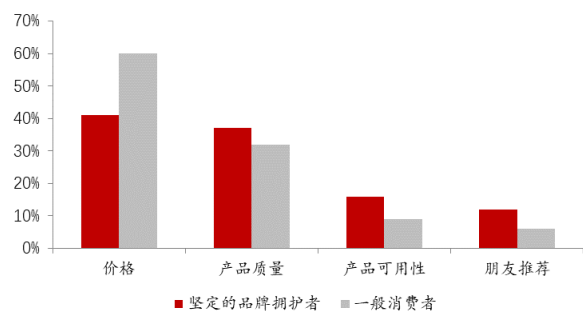
高性价比影响消费者品牌忠诚度。客户粘性指客户对于品牌或产品的忠诚、信任与良性体验等结合起来形成的依赖感和再消费期望值，较高的品牌忠诚度利于提升消费者粘性。据 Yotpo 数据显示，超过半数消费者对产品品质高的品牌更具有忠诚度。据 Maritz 数据显示，仅有 29% 的消费者的品牌忠诚度高且不易改变，69% 消费者的品牌忠诚度将随着市场变化而变化，其中产品价格及产品质量为决定消费者忠诚度的重要指标。综合来看，消费者对极具性价比的产品拥有较高且持久的忠诚度，极具性价比的自有品牌有望得到持续发展。

图 23：消费者受产品质量影响最大



资料来源：Yotpo，川财证券研究所

图 24：一般消费者忠诚度受价格及质量影响大

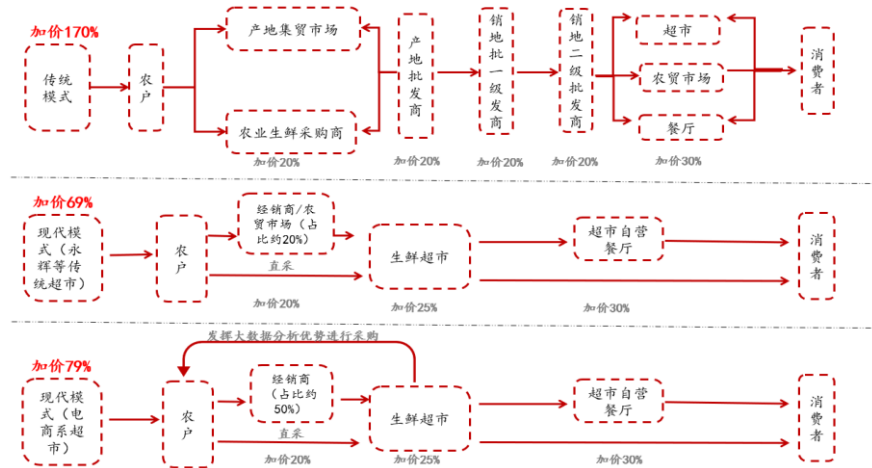


资料来源：Maritz & Wise Marketer，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

优秀的供应链为打造极致性价比的基础。相较于采用标准化管理的现代供应链，传统供应链环节冗杂，生鲜损耗率及加价率较高。具体来看，传统供应链加价率可达 170%，而现代模式供应链加价率为 69%-79%。优秀的现代供应链利于降低生鲜损耗率、压低终端价，为打造极致性价比提供基础。

图 25：现代生鲜供应链模式生鲜产品加价率较低，利于生鲜自有品牌发展



资料来源：公司公告，川财证券研究所

据草根调研结果显示，永辉生活及超级物种自有品牌生鲜品类价格平均比盒马鲜生低 27%、6.7%，且永辉超市自有品牌 SKU 较丰富。永辉生活中，90% 蔬菜及 30% 的水果均为彩食鲜品牌；超级物种中，50% 的水果为彩食鲜品牌，90% 的蔬菜为彩食鲜品牌；永辉超市 Bravo 门店中约 5% 的生鲜为自有品牌产品；盒马鲜生中，10% 的蔬菜及肉类为自有品牌，永辉超市生鲜自有品牌 SKU 丰富程度高且价格较低显示永辉超市优秀的供应链及上游议价能力利于压低终端价。此外，大多消费者表示相较于盒马鲜生，由于永辉超市自有品牌生鲜产品性价比较高，更愿意去永辉超市进行日常生鲜采买。据永辉超市官方统计，相较于普通消费者，永辉生鲜自有品牌消费者到店率及客单价更高。据达曼国际的调查数据显示，71% 的消费者会为了专门购买特定自有品牌的商品而到店消费购物，消费者忠诚度较高。

综上所述，高性价比能有效的提高消费者品牌忠诚度及消费粘性，为未来生鲜自有品牌发展方向之一。

表格 11. 永辉超市生鲜自有品牌的高性价比使得消费者认可度较高

	永辉生活(彩食鲜)	超级物种(彩食鲜*)	永辉超市Bravo(最绿)	盒马鲜生(日日鲜)
自有品牌蔬菜价格	★	★★★	★★★	★★★
自有品牌蔬菜新鲜度	★★	★	★★	★★★
蔬菜自有品牌占比	★★★	★★★	★	★
自有品牌水果价格	★★	★	—	—
自有品牌水果新鲜度	★★★	★★	—	—
水果自有品牌占比	★★	★★★	—	—
自有品牌肉类价格	—	—	★	★
自有品牌肉类新鲜度	—	—	★★★	★★★
自有品牌肉类占比	—	—	★	★
是否有新鲜水产售卖	—	✓	✓	✓
是否有餐厅	—	✓	—	✓
水产价格	—	★★	★★	★★
水产加工费	—	★	—	★
水产丰富度	—	★	★★	★★★
线上复购率	★	—	—	★★★
线下复购率	★★★	—	—	★★
超市主要分布地点	CBD及居民区	CBD及高端小区旁	商场	商场

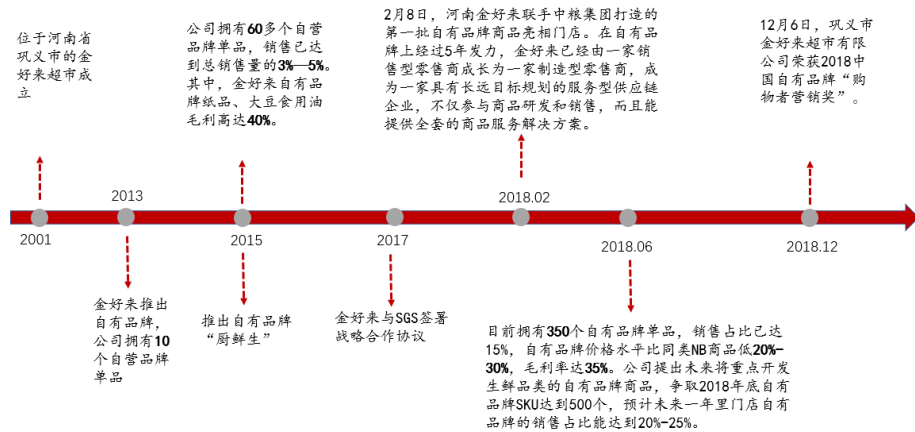
资料来源：调研总结，川财证券研究所，注：★★★代表价格、新鲜度最高；超级物种、永辉生活彩食鲜产品品类不一致导致价格有差异

### 三、未来方向：产品质优、差异化定位

#### 3.1 生鲜自有品牌产品质优成就金好来

位于河南省的金好来超市成立于 2001 年，于 2013 年开始相继推出“金好来”及主打肉类及果蔬等生鲜产品的“厨鲜生”两个自有品牌。经过 5 年发展，金好来超市目前拥有 350 多个自有品牌单品，自有品牌销量占比达 15%，在自有品牌商品价格水平比品牌商品低 20%-30% 的背景下，毛利率高达 35%。

图 26: 金好来自有品牌发展之路



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

生鲜自有品牌产品质优为金好来的核心竞争力之一。金好来自有品牌的成功发展离不开以下几方面: 1) 严格把控产品质量, 用口碑打开市场。金好来成立于河南省, 目前主要辐射区域为河南地区, 河南地区为蔬菜及水果产量大省利于公司从产地开始严控产品质量、降低运输损耗率。同时, 金好来与 SGS 签署战略合作以进一步加强产品质量监控; 2) 通过出众的选品能力来灵活调整产品品类, 根据客户需求进行研发与生产、积极打造季节性大单品; 3) 开展联合采购以控制成本, 自有品牌产品售价普遍低于品牌产品 20%-30%, 产品性价比高。4) 联手国际国内一线企业开发自有品牌。金好来与中粮集团合作开发自有品牌显示上下游合作日益紧密。金好来供应链正由传统的赚取供应商后利润转变为向制造型零售商、打造社区商业服务型供应链公司转变。

表格 12. 2016 年河南水果及蔬菜产量均位列前三

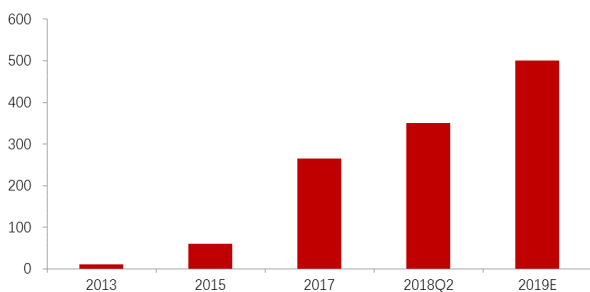
排名	地区	蔬菜总产量 (万吨)	排名	地区	西瓜、甜瓜、草莓总产量 (万吨)
1	山东	10327	1	河南	1948
2	河北	8193	2	山东	1478
3	河南	7808	3	安徽	716
4	江苏	5594	4	河北	603
5	湖南	4196	5	江苏	567
6	湖北	4002	6	湖南	455
7	广东	3569	7	广西	357
8	广西	2929	8	湖北	353
9	安徽	2775	9	新疆	303
10	辽宁	2258	10	陕西	298
	全国总计	79780		全国总计	9917

资料来源: 《中国农业统计资料 (2016)》, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

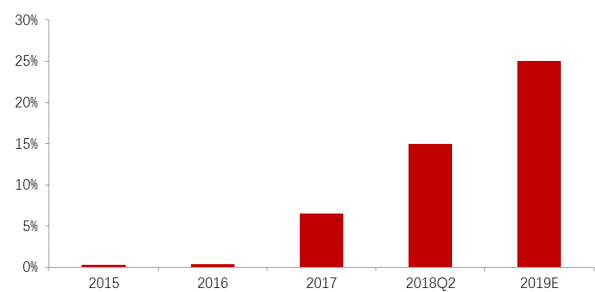
质优的生鲜自有品牌成为金好来实体店业绩增长引擎。由于金好来所在的河南省为蔬菜及水果产量大省，经过短距离运输的优质产品为金好来生鲜自有品牌树立了良好的口碑。金好来数据显示，一线品牌在保证 SKU 数量稳定的前提下毛利提升空间有限，而自有品牌则成为实体店业绩增长的引擎，因此金好来公司提出 2019 年将依托“厨鲜生”品牌，继续发力生鲜自有产品，同时“金好来”品牌将划分出高、中、低档产品。公司预计 2019 年底自有品牌 SKU 将达 500 个，自有品牌销售占比将提升至 20%-25%，未来公司将进一步减少自营比例，加大自有品牌比例。

图 27：金好来自有品牌 SKU 逐年升高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28：金好来自有品牌销售占比逐年升高



资料来源：Wind，川财证券研究所

龙头超市可通过自有品牌增强竞争力。金好来作为我国第一批发展生鲜自有品牌的企业，一方面证明了我国消费者购买产品品质优且性价比高的生鲜自有品牌产品的意愿较强，另一方面也证明了生鲜自有品牌可有效拉动总体销量及利润增长。考虑到金好来体量较小，永辉超市等龙头超市可充分发挥其规模优势，依靠优秀的供应链、庞大的基础客户流量、优质的差异化产品组合，在更短的时间内通过生鲜自有品牌进一步提升市场竞争力。

## 3.2 差异化定位助力海外生鲜自有品牌发展

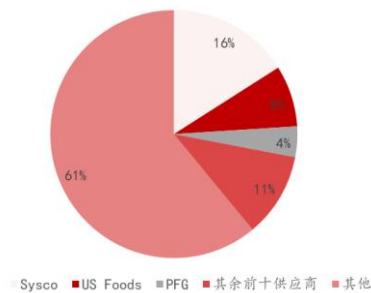
### 3.2.1 Sysco：通过优秀的冷链网络及批发式销售建立竞争优势

Sysco 为美国 2B 生鲜龙头，占据 16% 的美国食品供应市场份额，2018 年 Sysco 营业收入为 587.3 亿美元，同比增长 9.9%；归属母公司股东的净利润为 14.3 亿美元，同比增长 20.3%。Sysco 通过不断并购扩大公司规模的同时生鲜占比亦持续上升。2009 年 Sysco 并购爱尔兰最大的食品分销商 Pallas foods 后营业收入迎来迅速增长，随着 2016 年 Sysco 在收购英国食品分销商 Brakes 后加大投资研发使得生鲜占比上升 1.3 个百分点，毛利率也迅速提升

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

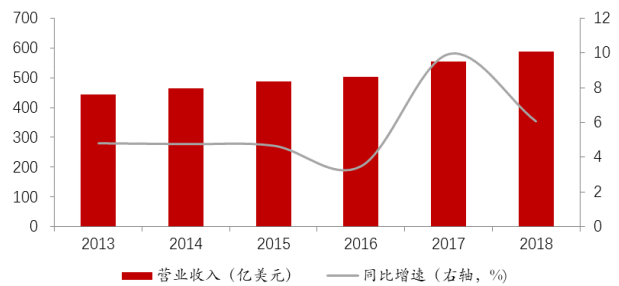
了 1.1 个百分点。2018 年 Sysco 生鲜比重已达 58.79%，其中冷鲜肉及冷冻肉占比达 19.26%。目前 Sysco 旗下拥有销量占比约 10% 的 13 个自有品牌为 Sysco 贡献了超 50% 的利润。

图 29: Sysco 占据美国食品供应市场份额的 16%



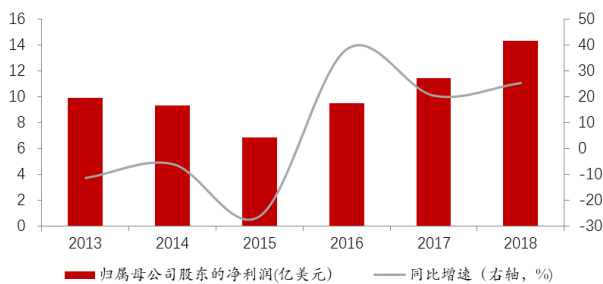
资料来源: Technomic, 川财证券研究所

图 30: Sysco 2018 年营业收入同比增长 6.1%



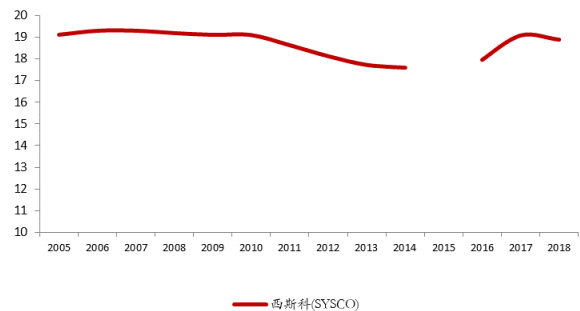
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 31: Sysco 2018 年归属母公司股东的净利润同比增长 25.2%



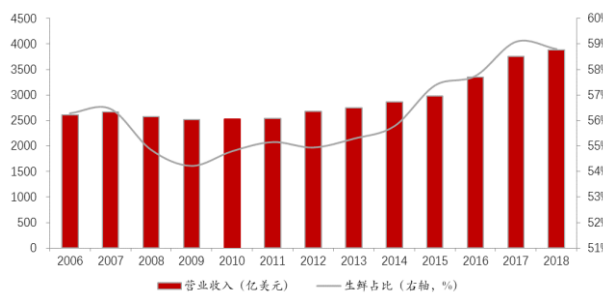
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 32: 2017 年生鲜占比提升 1.3 个百分点导致毛利率增长



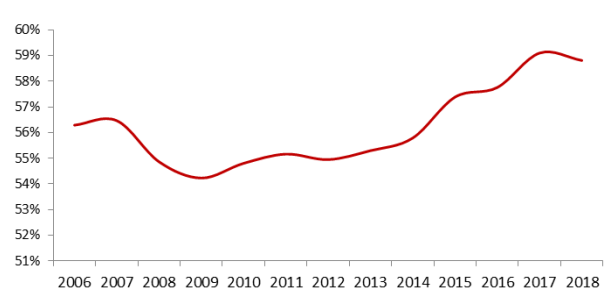
资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 2015 年受并购失败影响公司毛利率大幅下降, 作为异常值剔除

图 33: Sysco 生鲜占营业收入总额比逐年提升



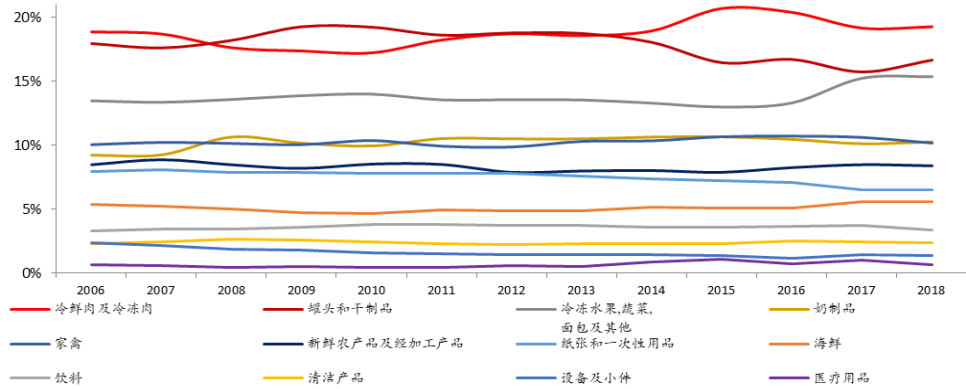
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 34: Sysco 2018 年生鲜占比为 58.8%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 35: Sysco 生鲜占营业收入总额比逐年提升



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

Sysco 自有品牌差异化表现在以下方面: 1) 利用冷链优势推出冷冻领域差异化产品。Sysco 根据客户需求在冷冻肉领域推出了普通牛肉、小包装高端肉类、适用于汉堡以及墨西哥卷的肉末、高端牛排等各式高品质冷冻肉类产品, 冷链优势、高性价比及差异化产品使得客户粘性较高; 2) 一站式自有品牌服务。在大规模提供冷冻肉、果蔬的同时也拥有超高性价比的面食及调味品自有品牌产品, 可为餐厅统一送货上门, 打造餐饮原料一站式服务。Sysco 自有品牌的差异化定位使得占比小于 5% 的生鲜自有品牌为 Sysco 贡献了至少 15% 的利润, 且这一趋势仍在上升。

表格 13. Sysco 自有品牌一览表

LOGO	自有品牌名称	对应场景	产品品类
	ARREZZIO	意大利菜系餐厅	意大利面、意大利酱汁、奶酪、芝士等
	Baker's Source	烘焙产品	600+种烘焙成品、半成品、即烤面团
	Block&Barrel	三明治解决方案	650+种产品, 包括各式肉类熟食、奶酪、酸黄瓜等
	Buckhead Pride	牛排	牛肉
	Butcher's Block	高端肉类产品	小包装高端肉类产品
	Case Solana	墨西哥菜系餐厅	玉米片、牛油果、番茄辣酱汁、芝士等
	Fire River Farms	汉堡、墨西哥卷饼	各类肉末
	House Recipe	调味品	番茄酱、黄芥末酱、花生酱等
	Jade Mountain	亚洲餐厅	速冻春卷、小笼包、饺子、大米、亚洲调味料等
	Portico	海鲜	各类海鲜
	Newport Pride	高端牛排	高端牛肉
	Sysco/Freshpoint Natural	蔬菜	各类新鲜蔬菜
	Wholesome Farms	蛋奶制品	鸡蛋、牛奶、黄油、冰淇淋等

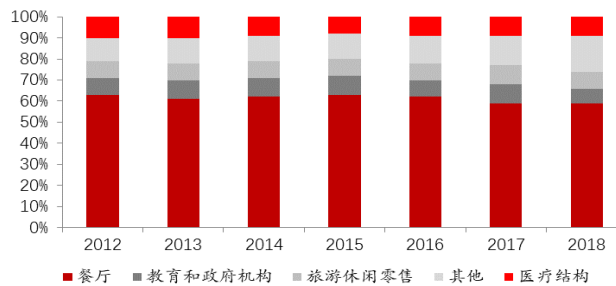
资料来源: 前瞻产业研究院、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

批发式销售为核心竞争力。受美国经济整体环境及民众对收入预期改善影响，家庭收入增加使得 1992 年至 2002 年美国在外就餐消费比例增长 58%，且美国农业部 USDA 估计到 2020 年这一比例将持续提升，Sysco 抓住这一机遇大力发展 B 端业务，至 2018 年底，Sysco 主要客户为餐厅（62%），餐厅客户贡献收入的占比超过 60%，批发式销售模式使得 Sysco 可充分发挥规模效应，在保证产品质量的前提下压制自有品牌产品终端价格。

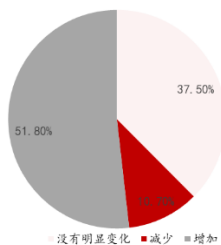
我国超市 B 端业务占比较小，发展潜力较大。随着我国餐饮收入规模持续增长及消费者外出就餐频次增加，餐厅对食材的需求量日益提升，B 端业务价值显现。区别于 Sysco 以 B 端客户为主，我国生鲜自有品牌除了提供超市内餐厅食材外，批发式销售渠道占比仍较小，未来超市应加大餐饮渠道占比以加强规模效应。

图 36: Sysco 主要营业收入来自餐厅客户



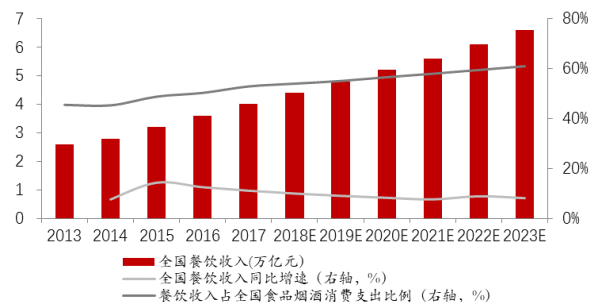
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 37: 2018 年 51.8%中国消费者外出就餐频次增加



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 38: 我国餐饮收入规模持续增长



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所



表格 14. Sysco 自有品牌占销售额比重达 50%，批发式销售增强了客户粘性

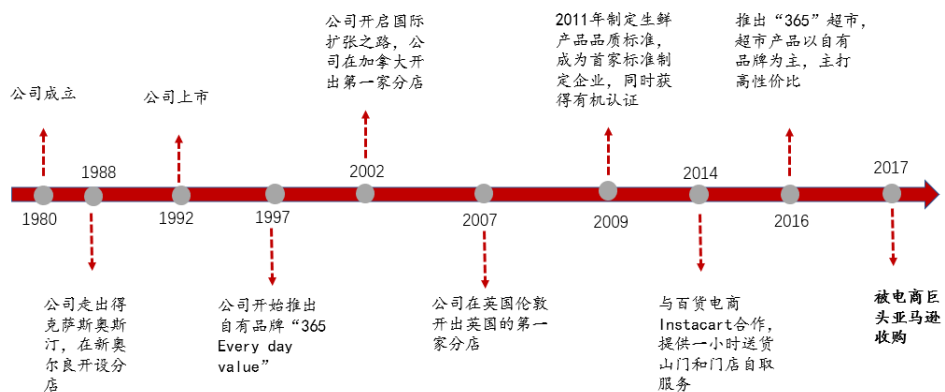
	2017年 家家悦	2017年 永辉超市	2018年 金好来	2018年 Sysco	2016年 全食超市
自有品牌SKU	1200+	10000+	350+	40000+	5300+
自有品牌SKU占比 (%)	6.7%	-	-	10%	15.1%
自有品牌占销售额比重 (%)	9%	4%	15%	50%	14%
生鲜占比 (%)	43%	47%	>35%	58.8%	47%
营业收入(亿元)	113.3	585.9	-	3944.1	1055.7
毛利率 (%)	21.2%	20.6%	-	18.9%	34.4%
净利率 (%)	2.8%	2.9%	-	1.9%	3.2%
客户粘性	★★★	★★★★	★★★	★★★★★	★★★★★

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 3.2.2 全食超市：专注“有机、健康”的生鲜产品

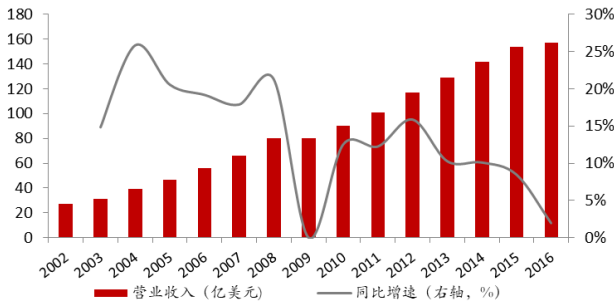
北美最大的有机生鲜连锁集团全食超市成立于1987年，主打有机及健康食品，其定位为“全选用顶级精品有机食材的高端食品超市”，所售有机食品及其制品涵盖食品杂货、营养品、特色产品和加工食品类，其中生鲜占比超过47%。1992年上市至2008年金融危机前，全食超市上市17年收入复合增速高达24%，同店销售增长长期保持在10%以上，净利润率稳定在3%以上。2016年全食超市营业收入为157亿美元，净利润5.1亿美元，毛利率34%，拥有门店431家，门店平均SKU数达3.5万。

图 39：全食超市发展历程



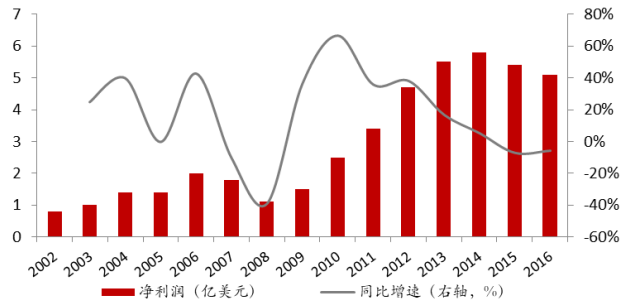
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 40：全食超市 2016 年营业收入为 157 亿美元



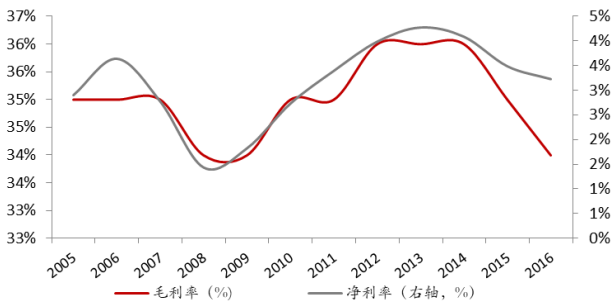
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：全食超市 2016 年净利润为 5.1 亿美元



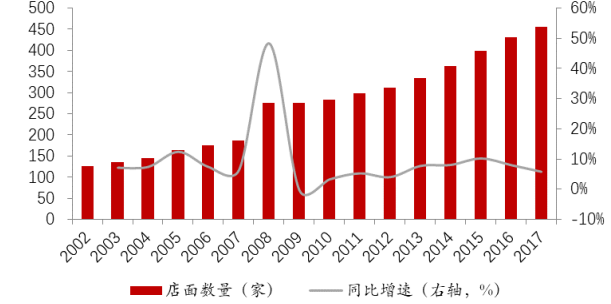
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：全食超市 2016 年毛利率为 34%



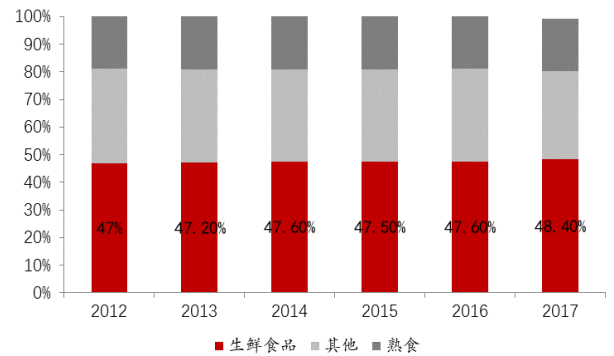
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 43：全食超市 2017 年店面数量为 456 家



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：生鲜占比达 47% 以上



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：全食超市生鲜产品陈列示意图

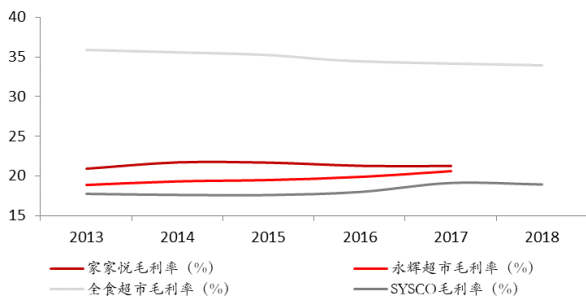


资料来源：公司官网，川财证券研究所

相较于 Sysco、家家悦及永辉超市，全食超市产品价格较高使得毛利率、净利率、ROE 表现优秀，Sysco ROE 最高主因高杠杆推动。

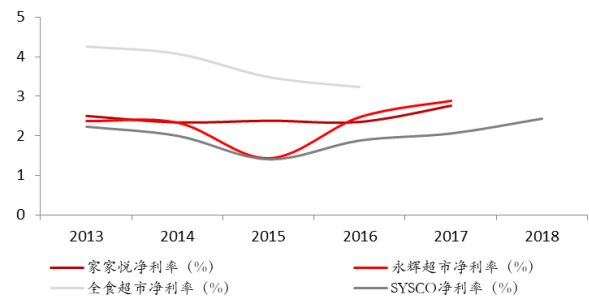
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 46: 全食超市毛利率最高, Sysco 毛利率最低



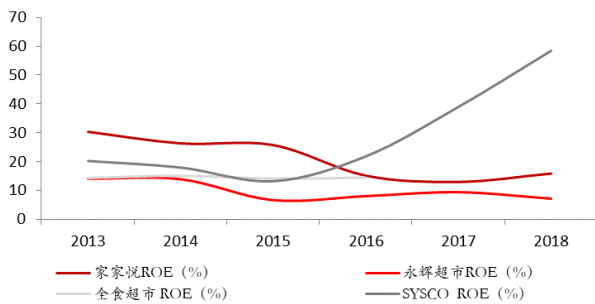
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 47: 全食超市净利率较高, 永辉超市净利率提升明显



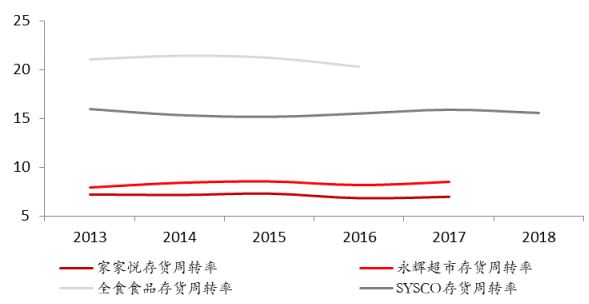
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 48: Sysco ROE 最高, 家家悦近年来下滑



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 49: 全食超市及 Sysco 存货周转率较高



资料来源: Wind, 川财证券研究所

全食超市自有品牌实现差异化定位。目前公司旗下拥有 365 everyday value、Responsibly Farmed、Whole Trade Products、Engine 2 Plant-Strong、Whole foods markets 为主的 5 个自有品牌, 涵盖了有机食品各细分市场。公司自有品牌在品牌形象、细分战略、供应战略、特色服务等方面均实现差异化定位以加强市场竞争力。

表格 15. 全食超市旗下主要自有品牌一览

自有品牌名	品牌定位	主营类别	价格与竞争者相比
365 everyday value	中低端	品类较丰富	- 30%-30%
Responsibly Farmed	中端	高端有机肉类	20%-70%
Whole Trade Products	高端	高端有机咖啡与茶饮	50%-300%
Engine 2 Plant-Strong	高端	有机功能性及特殊饮食期间食品	50%-300%
Whole foods markets	高端	高端有机素食食品	100%-200%

资料来源: 公司公告、川财证券研究所

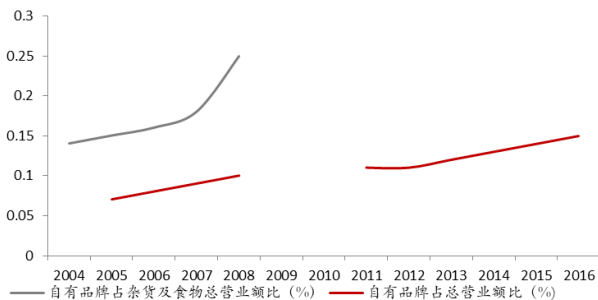
表格 16. 全食超市自有品牌实现差异化定位

全食超市通过具有差异化的高质量自有品牌增加客户粘性，全食超市自有品牌的差异化体现在以下几点：	
品牌形象	全食超市自成立以来专注于有机产品，历史悠久，不同于一般超市为了高利润而推出的自有品牌，全食超市始终围绕“有机、健康”的定位点推出自有品牌，全食超市的有机形象深入人心。
细分自有品牌	全食超市的有机自有品牌针对素食、能量饮食、儿童饮食等细分市场均于2004年前便推出了在各产品上标注“成长履历”自有品牌，并已覆盖各价格区间，进入细分领域时间早培育了一批忠诚客户。
供应战略	全食超市在严控把关产品质量的同时，全食超市提出“Local Green”概念，允许各门店根据当地饮食习惯不同自行采购当地食品，这一比例约占总库存的15%-20%，当地时令有机果蔬的采购大大丰富了自有品牌产品线。
特色服务体验与品牌故事营销	作为生鲜超市中的奢侈品店，全食超市保持整体购物环境简洁、高雅、精致，同时，全食超市中的生鲜产品大多拥有其背后故事，同时还制作了讲述故事的宣传手册放在产品旁边以提升生鲜附加值，提升购物体验。
选址策略	全食超市选址的核心逻辑为聚焦高收入和高知识人群，选址集中在美国东西海岸，如纽约曼哈顿、加州洛杉矶海岸等经济发达地区，包括其在国外的选址也遵守这一逻辑。

资料来源：公司公告、川财证券研究所

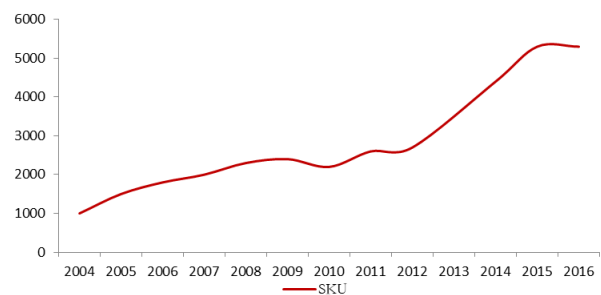
全食超市自有品牌表现优秀，认可度提升明显。以2004年推出的 whole brands 自有品牌为例，whole brands 推出后 2014 年全食超市营业收入增速达近 15 年最高点，同时毛利率提升 1%。此外，全食超市自有品牌认可度提升明显。全食超市自有品牌 SKU 从 2004 年的 1000 个增至 2016 年的 5300 个，同时自有品牌占总营业收入比从 2005 年的 7% 涨至 2016 年的 14%。

图 50：全食超市自有品牌占营业总额比逐年增加



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 51：全食超市自有品牌 SKU 逐年增长



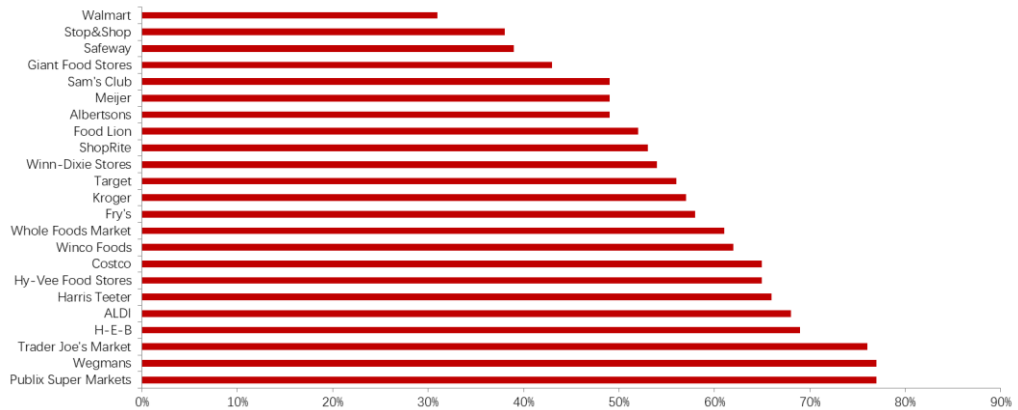
资料来源：Wind，川财证券研究所

走高端路线的全食超市未及时抓住极致性价比趋势导致营业收入增速放缓。公司 365 everyday value 系列以及 365Organic Everyday Day Value 系列占自有品牌收入比 2013 年约为 50%，而 2014 年仅 365 everyday value 系列占自有品牌收入比已达约 50%，全食超市价格档位最低的自有品牌收入占比日益升高，同时主打低价的 Lidl 及 Trader Joe 逐渐抢占全食超市市场份额，极致性价比产品的热销显示越来越多的消费者更愿意购买价格较低且质量优良的产品。虽然全食超市于 2016 年推出了针对年轻消费者的低价超市“全食 365”

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

以扩大目标群体，但由于 Lidl 等主打极致性价比超市迅速扩张、生鲜超市数量迅速增长，近年来全食超市营业收入增速处于下滑趋势。全食超市被亚马逊收购后，生鲜业务有望得到进一步发展。

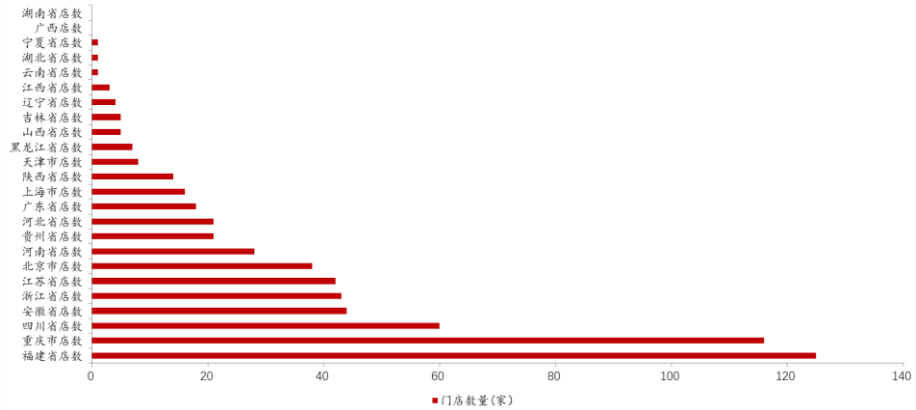
图 52：2017 年最受美国消费者欢迎的 23 家超市中，专售生鲜的超市数量过半



资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

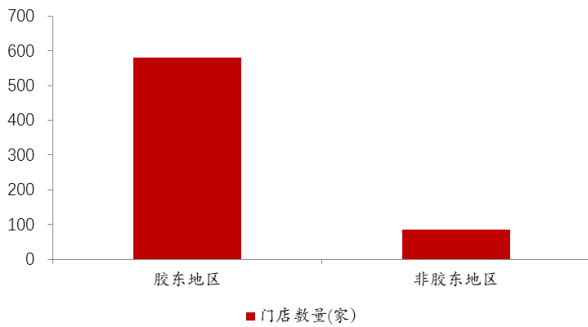
全食超市的发展过程至今仍有借鉴意义，树立深入人心的品牌形象、本土+全球采购战略、特色服务体验与品牌故事营销、卓越的选址策略等方面均值得我国企业学习。值得注意的是，由于美国人口分散度较高，因此全食超市门店分布较为分散，而我国人口密集度较高的现状使得选址战略应为在人口密集地区密集开店。目前永辉超市在全国范围内开店密集程度最高，截至 2018 年 6 月底，永辉超市拥有红标以及绿标店共 621 家，福建省、重庆市、四川省地区拥有的绿标以及红标超市数量占总门店数量的 48.5%。家家悦拥有超市各类超市共 657 家，其中胶东地区门店数量占门店总数量的 86.8%。

图 53：绿标及红标永辉超市在经济发达地区密集程度较高



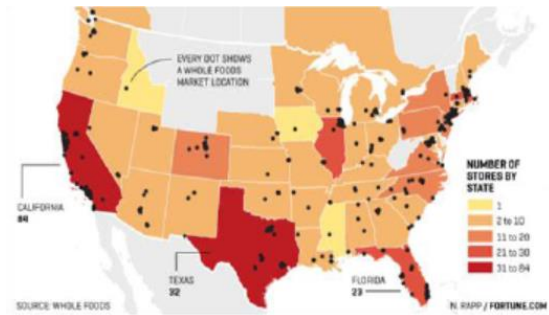
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至2018年6月底

图 54：家家悦超市 86.8%的门店在胶东地区



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：数据不包含宝宝悦

图 55：全食超市分布较为分散



资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 四、投资建议

高性价比为生鲜自有品牌重要竞争优势。据草根调研结果显示，永辉生活及超级物种自有品牌生鲜品类价格平均比盒马鲜生低 27%、6.7%，且永辉超市自有品牌 SKU 较丰富使得大多消费者更愿意去永辉超市进行日常生鲜采买。高性价比能有效的提高消费者品牌忠诚度，为生鲜自有品牌重要竞争优势。

未来方向：产品质优、差异化定位。金好来作为我国第一批发展生鲜自有品牌的企业，一方面证明了我国消费者购买产品质优且性价比高的生鲜自有品牌产品的意愿较强，另一方面也证明了生鲜自有品牌可有效拉动总体销量及利润增长。全食超市的发展历程显示建立具有差异化的品牌形象、采购战略、服务体验均可提升客户认可度。Sysco 的发展历程则显示批发式销售利于充分发挥规模效应。推荐关注推出性价比高、注重产品质量及差异化定位生鲜自有品牌的超市及相关新业态。

表格 17. 相关标的估值一览

日期		2019/2/20		股价 (元)	总市值 (亿元)	PS	ROE	EPS			PE		
证券代码	证券简称	18E	19E					20E	18E	19E	20E		
000858.SZ	永辉超市	8.69	831.67	1.22	5.26	0.16	0.23	0.31	54.59	38.00	28.38		
600519.SH	家家悦	23.30	109.04	0.87	11.88	0.85	1.03	1.23	27.37	22.58	18.93		
000568.SZ	红旗连锁	5.49	74.66	1.04	10.52	0.21	0.25	0.29	26.34	22.02	18.70		
平均值									<b>36.10</b>	<b>27.53</b>	<b>22.00</b>		
证券代码	证券简称	股价 (美元)	总市值 (亿美元)	PS	ROE	19E	20E	21E	19E	20E	21E		
WMT.N	WALMART	102.20	2969.18	0.58	8.87	4.75	4.77	4.99	20.77	21.41	20.48		
COST.O	COSTCO	218.12	960.80	0.66	5.91	7.71	8.38	9.11	28.28	26.02	23.96		
SY.Y.N	SYSCO	67.01	344.07	0.58	29.88	3.42	3.77	4.11	19.60	17.76	16.32		
平均值									<b>22.88</b>	<b>21.73</b>	<b>20.25</b>		

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 风险提示

消费增速放缓导致生鲜超市线下展店速度放缓；

CPI 大幅下降风险；

天气因素导致生鲜产量下降风险；

新业态导入期亏损较大风险。



## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003