

推荐 (维持)

掘金生鲜供应链，突破多层级的传统体系——生鲜供应链深度报告

2019年04月08日

重点公司

重点公司	19E	20E	评级
永辉超市	0.23	0.30	审慎增持
家家悦	1.07	1.28	审慎增持
红旗连锁	0.26	0.30	审慎增持
天虹股份	0.88	1.06	审慎增持
王府井	1.58	1.79	审慎增持

相关报告

《风险偏好提升，板块估值修复行情可期——兴证零售每周观点（2019.4.01-2019.4.04）》
2019-04-07

《消费难言反转复苏，但低基数和减税导致估值修复行情可期——兴证零售每周观点（2019.3.25-2019.3.29）》
2019-03-31

《年报披露期，关注业绩存在预期差的个股——兴证零售每周观点（2019.3.18-2019.3.22）》
2019-03-24

分析师：

王俊杰

wangjunjie@xyzq.com.cn

S0190518080003

研究助理：

金秋

jinqiu@xyzq.com.cn

投资要点

- **多级供应链是行业发展的必然，非效率因素仍旧存在。**在1996年之前政府调控是影响农产品市场的主要因素，农产品市场经历了开放、封闭再逐渐开放的过程，地区供需不平衡催生了一大批流通商以满足消费者日益增长的需求，随着层级的增加，农产品加价倍率逐渐提升。但是多级、繁复的供应链是当前极为分散的种植和消费体系、国内个体较低的教育和资产水平以及众多原因共同的结果，是有意义、并且适应当前国情而将在未来长期持续存在的。
- **生鲜供应链分环节的财务成本分析：超额收益的来源。**我们对不同环节进行成本结构拆分发现，多数经营者可取得相对平均工资的超额收益：农产品代办资产轻风险低，超额收益源于深耕建立的、难以被替代的关系；一批商超超额收入源于对存货风险承担的补偿，以及信息不对称带来的议价能力；二批商的超额收入源于地理位置因素带来的供给差异；农贸市场商贩的超额收益源于对最下游分散需求的管理、损耗率的降低，以及位置优势。
- **供应链整合者对超额收益的获取和多余成本的降低。**企业对于多级供应链价值的挖掘依靠对各个环节的取代或优化。有效的信息分享机制、一线人员与农户的良好私人关系，以及稳定的销路、有效的合同签订可提升契约的稳定性。采购和价格体系相对独立、终端消费者的需求弹性较低、多品类销售平滑波动使得企业较批发商的存货风险更小；通过全流程、数字化的信息分享消除信息不对称本身就是价值的创造。同时，企业通过广泛铺排仓储基地和门店对所有商品进行整体调配，网点之间不存在差异化并解决地区供给差异和农批市场非效率问题。此外，企业减少物流节点，具备较高的资本实力允许大规模冷链建设及费用支出，降低损耗率。
- **生鲜经营壁垒：超前的时间和大规模资本投入建立的护城河。**在对多级供应链整合的众多企业中，超前进行大规模资本投入并进行精细化运营的企业逐步建立护城河：家家悦的基地直采要求供需双方长期大量磨合试错，稳定互信合作体系短时间难以被逾越；永辉的买手团队所积累的时间和学习优势、公司的采购体系和品牌影响力巨大，且全国采购视野和对数字化流程的适应决定买手对于批发商具备优势。此外，长期、稳定的扩张所形成的基础牢固的规模优势本身就是企业极为重要的壁垒之一，包括议价能力、造血能力支撑可持续的资本投入，以及更高的风险承受能力。**推荐标的：推荐通过长期资本投入以及精细化运营建立供应链优势的永辉超市、家家悦**

风险提示： CPI 下行超预期，行业整合不及预期，国家扶持政策不及预期



目 录

一、多级供应链是行业发展的必然，非效率因素仍旧存在.....	- 4 -
1.1 我国生鲜供应链现状：上下游极度分散+中游多层级	- 4 -
1.2、供应链多层级主要系上下游、产销地分散.....	- 6 -
1.3、多级供应链仍存在损耗率高及非效率的问题.....	- 14 -
二、生鲜供应链分环节的财务成本分析	- 17 -
2.1、农产品经纪人：轻资产低风险，主要依靠个人关系和交易撮合.....	- 17 -
2.2、一级批发商：风险收益较高，信息不对称提升议价能力.....	- 18 -
2.3、二级批发商：受益于地区之间的供给差异.....	- 19 -
2.4、农贸市场商贩：净利率高但销量低，主要依靠细节化的经营.....	- 21 -
三、供应链整合者对超额收益的获取和多余成本的降低.....	- 23 -
3.1、多级供应链价值的挖掘，超额收益的获取.....	- 23 -
3.2、多余成本的降低：减少物流节点、提升冷链覆盖，损耗率得以降低..	- 26 -
四、生鲜经营壁垒：超前的时间和大规模资本投入建立的护城河.....	- 29 -
4.1、采购端品质把控：基地+买手直采整合分散上游	- 29 -
4.2、基础夯实的规模优势形成的壁垒	- 32 -
风险提示：CPI 下行超预期，行业整合不及预期，国家扶持政策不及预期....	- 33 -
图 1、生鲜供应链流通过程	- 4 -
图 2、2016 年生鲜终端销售渠道占比	- 5 -
图 3、2016 年主要国家超市渠道生鲜销售占比	- 5 -
图 4、2011-2016 年生鲜超市行业市场规模（万亿元）	- 6 -
图 5、生鲜供应链历史演变	- 7 -
图 6、2013 年我国各地区耕地面积分布	- 8 -
图 7、2013 年我国耕地面积各地区占比情况	- 8 -
图 8、全国蔬菜六大优势产区分布	- 9 -
图 9、全国肉牛产区分布	- 9 -
图 10、日本农协发展历程	- 11 -
图 11、美国合作社发展历程	- 11 -
图 12、2017 年餐饮美 70 强、日 72 强、中 130 强门店及市场规模集中度对比-	13 -
图 13、批发商售卖土豆绕路方案	- 15 -
图 14、上海主要农产品批发市场分布	- 20 -
图 15、多级供应链的整体加价	- 23 -
图 16、多级供应链的超额收益整合	- 23 -
图 17、家家悦采购移动应用即拣即发	- 25 -
图 18、整合供应链后配送搬运环节大幅减少	- 26 -
图 19、生鲜经营壁垒	- 29 -
图 20、家家悦已形成稳定采购网络	- 30 -
图 21、传统农产品流通模式→买手主导型农产品流通模式.....	- 30 -
图 22、商品知识+品类管理+商品营销=“生鲜买手”	- 30 -
表 1、政府发布的促进农产品市场发展的相关政策.....	- 8 -
表 2、国内生鲜农产品损耗率与发达国家存在差距.....	- 15 -
表 3、农产品代办财务成本拆分（万元）	- 18 -

表 4、农产品一级批发商财务成本拆分（万元）	- 19 -
表 5、农产品二级批发商财务成本拆分（万元）	- 20 -
表 6、2019 年 3 月 14 日上海主要农产品批发市场价格整理.....	- 21 -
表 7、农贸市场商贩财务成本拆分（万元）	- 21 -
表 8、2019 年 3 月 15 日上海主要鲜活水产品价格整理.....	- 22 -
表 9、生鲜农产品要求低温运输	- 27 -
表 10、“生鲜买手”更侧重于商品开发，对接供应链运输.....	- 31 -

报告正文

一、多级供应链是行业发展的必然，非效率因素仍旧存在

1.1 我国生鲜供应链现状：上下游极度分散+中游多层级

● 上游：以“小农生产”为主，集中度低

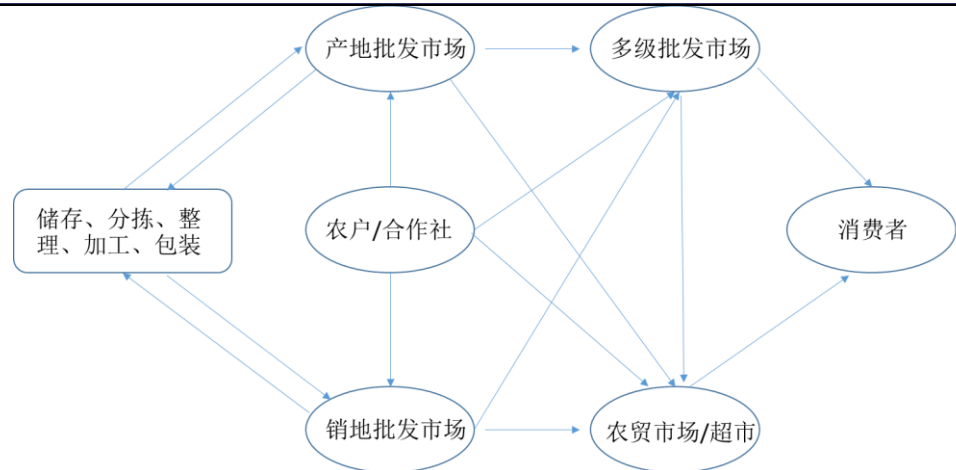
上游极度分散，农村经纪商层级无法避免。自古以来，我国农业生产即以个体“小农生产”为主，至 2016 年年底，我国有 2.3 亿农户，经营耕地 10 亩以下的农户达 2.1 亿户。生产经营非常分散，集中度较低。受制于生产源头农户的分散性，以及各地生鲜品种、质量、价格不统一，农村经纪商需要对当地生产状况、语言等十分了解，且备受村民信赖的农村经纪商去各家各户收购生鲜，一定程度上，起着整合生鲜的作用。因获取各地生产信息成本高及信任机制影响，中间商很难跨越经纪商直接向农户采购，使得当前供应链无法避免的增加了农村经纪商层级。

● 中游：损耗高、冗长交叉的多级批发模式仍占主流

生鲜从农户到消费者至少经过 4 层的供应链十分冗长。由于上游极为分散，为了满足农产品在不同区域和不同季节时的需求，我国多年来形成了稳定的以多级批发市场为主的生鲜流通体系，即分散的农户生产商品后，由大量经纪人收购，运输至产地批发市场，随后由销地批发市场、二级批发商等分销至零售端农贸市场、超市等，最终到达终端消费者。由于供应链冗长，农产品经过每层环节的储存、运输、装卸后损耗较大，叠加运输成本、人工成本等，层层加价，使得产销两地产品差价较大，而当前生鲜零售终端毛利率普遍较低。

多级分销市场也使得从生产源头地到终端消费者的完整流通过程呈现出多元交叉的特点。零售商可从二、三级批发商进货，也可从产地、销地批发市场进货，资源整合能力较强的零售商如永辉超市会一定比例的直接与农户或合作社签订订单；多级批发市场也会从农户、产地、销地批发市场进货；生鲜在不同“角色”之间的流通多元交叉，没有统一规划，使流通效率下降，商品难以溯源。

图 1、生鲜供应链流通过程



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

生鲜直采电商频现，但盈利形势尚不明朗。近年来一些依托互联网而生的开放平台式供应链体系正在形成，如以善之农、美菜、宋小菜为代表的农产品电商企业，通过收集下游小B端订单，整合上游农户资源，实现规模采购和运输。但总体来说，由于物流成本、资源整合成本高昂，目前电商盈利较低，普遍亏损。以2011年成立的经营状况相对较好的善之农为例，2017年虽首次扭亏为盈，但营收、净利规模很小，企业自由现金流经常为负，毛利率低于8%，到目前还没有跑通稳定的盈利模型，电商未来经营趋势还不能判断。

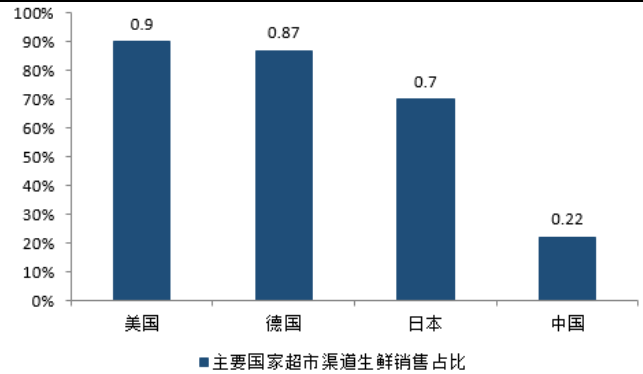
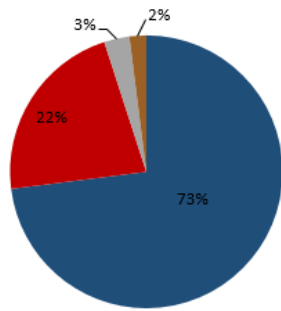
综合来看，目前国内生鲜供应链仍以冗长、高损耗的多级分销模式为主，整合能力强的超市直采只占采购的一定比例，电商直采盈利能力较差，长期经营效果尚未显现。但减少供应链的中间环节，提升采购效率一定是未来生鲜流通的趋势。

● 下游：以农贸市场为主，超市、电商齐头并进带动直采

当前生鲜零售以农贸市场为主，未来超市直采为必然趋势。由于超市生鲜购物环境整洁、其价格较农贸市场更有竞争力，消费者开始转变只去农贸市场购买生鲜的传统观念。从下游生鲜终端渠道销售数据来看，2016年73%生鲜通过传统农贸市场交易，仍稳居零售端市场主体地位，其零售摊位的分散性限制规模化采购，使中间商整合难度提升，增加了中游流通环节。超市生鲜销售占比仅达22%，远低于美国、德国、日本超市生鲜销售超70%的占比，但其始终保持稳定的快速增长，还有很大渗透空间。电商份额虽占比较小，但上升速度较快。2017年中国生鲜电商市场交易规模约为1391.3亿元，同比增长59.7%。未来随着超市生鲜销售占比进一步提升，将带动生鲜大规模采购，有助于其跨越多层中间批发环节，更大比例的向基地或源头农户采购。

图2、2016年生鲜终端销售渠道占比

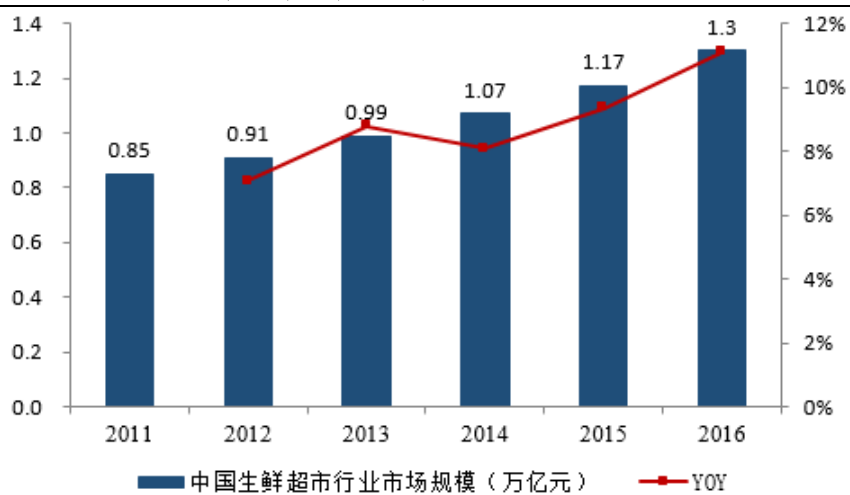
图3、2016年主要国家超市渠道生鲜销售占比



■ 农贸市场 ■ 超市 ■ 生鲜电商 ■ 其他

数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理 数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2011-2016 年生鲜超市行业市场规模（万亿元）



数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、供应链多层级主要系上下游、产销地分散

● 我国多级供应链历史演变

1953-1978 年，农产品以统购统销为主，物流建设未受重视。1953 年为稳定粮价、保障农产品供给，国家对重要的农副产品如生猪、鸡蛋、水产品等实行统购统销。农民因购价低，生产积极性不高，生鲜品种很少，叠加政府禁止跨区域交换或贩售，使农产品无需进行大规模的跨区域运输。因此生鲜农产品的物流发展没有受到重视，只建设了数量不多的运输车，仓储、配送中心寥寥无几。因此，我国生鲜供应链在物流建设方面起步晚、基础弱。

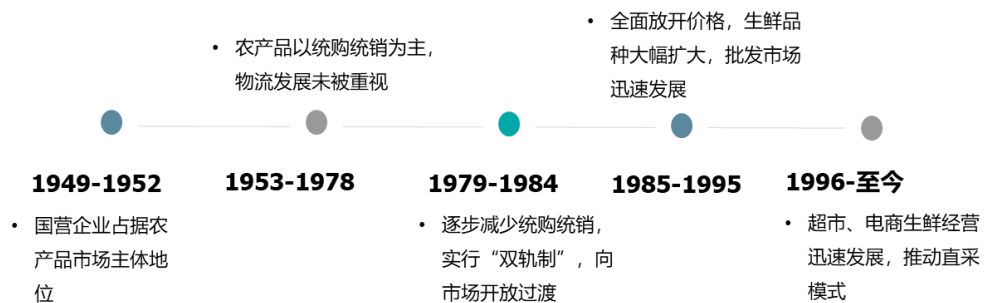
1979-1984 年，农产品逐步减少统购统销，实行“双轨制”，向市场开放过渡，奠定农产品物流基础。随着家庭联产承包责任制实施，国家逐步减少统购统销的品种和数量，同时恢复和发展集贸市场和传统农副产品市场。1983 年，国家允许长途贩运，农产品上市流通量的迅速增加以及不同地区的农产品价格差异，诱发了农产品贩运和流通，形成了一批集贸市场，并随之出现数量有限的专业户，从而奠定了农产品物流的市场基础。1984 年为稳定市场价格，推行蔬菜“双轨制”，

对 70%-80%的大路菜实行计划收购，对 20-30%的精细菜放开经营。由于两个市场并存，“好菜自己卖，坏菜卖国家”的现象很普遍，国营蔬菜公司亏损严重，为批发市场、农贸市场的快速发展创造了条件。

1985-1995 年，全面放开价格，生鲜品种大幅扩大，批发市场迅速发展。1985 年，政府对水果、蔬菜、畜产品、水产品等鲜活农产品的经营和价格全面放开。蔬菜产量和品种迅速增加，产销区域范围大幅扩大，不同地区对蔬菜需求不同使得蔬菜需要在全国内跨区域流通，但是小规模集贸市场无法组织和分销大规模农产品的异地交易。为了解决各类区域性、小规模集贸市场面临全国性农产品大流通的问题，农产品批发市场由 892 个（1986 年）增加至 1509 个（1991 年）。产地、销地批发市场逐渐取代了国营蔬菜公司，占据主流地位。在零售市场上，由于终端市场低门槛、低投资，很多人涌入贩菜行列中，当时的生鲜零售经营者主要是当地的商贩、城郊农民和城市下岗工人。受消费者高频、分散、便利性购买需求的影响，生鲜零售摊位、菜店等大都分布在消费者住所附近。生鲜零售经营者的生鲜大都从上级批发商采购。经过多年发展，我国以“农户+各级批发商+农贸市场+消费者”模式为主的生鲜供应链逐渐稳定，符合我国当时生产和消费的需要。

1996-至今，超市、电商生鲜经营迅速发展，推动直采模式。受大型国外连锁超市率先经营生鲜的影响，1996 年北京、深圳等地的超市打破只经营日常生活用品、加工食品的传统，将生鲜加入零售商品当中。同时由于农贸市场的经营缺乏有效监管，食品安全问题频发、购物环境差等问题接连暴露，政府开始重视农贸市场改建，发布多项政策鼓励农贸市场超市化改革、农超对接等，逐步引导连锁超市直接与产地合作社产销对接，推进“超市+基地/合作社/农户”的流通模式。1996 年超市经营农产品所占的市场份额几乎为 0，2016 年生鲜超市渠道销售占比增长至 22%。生鲜电商近两年也保持快速发展，同比增速保持在 50% 以上。超市、生鲜电商等多种新零售渠道的出现不断推进直采模式发展，同时转变中国城市居民生鲜消费观念。但受上游产品生产分散、物流成本高昂等多重因素影响，目前以农贸市场作为终端销售渠道的比例仍然较高。

图 5、生鲜供应链历史演变



数据来源：李碧珍《我国农产品物流模式演进分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、政府发布的促进农产品市场发展的相关政策

2004.01	《关于促进农民增收收入若干政策的意见》	加快发展农产品连锁超市、配送经营、鼓励有条件的城市农贸市场改建成超市，支持农业龙头企业到城市开办农产品超市，逐步把网络延伸到城市社区
2006.02	双百市场工程	重点改造全国选定的 100 家大型农产品批发市场，着力培育 100 家大型农产品流通企业
2006.12	《“十一五”时期全国农产品市场体系建设规划》	继续在有条件的地方积极推行“农改超”，提升市场档次。大力发展社区便利店，建立新型农产品零售网络。
2008.02	《关于切实加强农业基础设施建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》	积极开展农产品“农超对接”试点。推动综合超市、食品超市等国内外大型连锁企业直接从产地采购，发展一批农产品直采基地。
2008.12	《关于开展农超对接试点工作的通知》	部署“农超对接”试点工作，减少流通环节，降低流通过费用，并建立从产地到零售终端的鲜活农产品冷链系统。
2009.01	《中共中央国务院关于 2009 年促进农产品稳定发展农民增收的若干意见》	加大力度支持重点产区和集散地农产品批发市场、集贸市场等流通基础设施建设。支持大型连锁超市和农产品流通企业开展农超对接，建设农产品直接采购基地。发挥农村经纪人作用。
2010.01	《关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	要健全农产品市场体系，全面统筹规划全国农产品批发市场布局，并支持重点农产品批发市场的建设及其升级改造，努力发展农产品的大市场和在大流通
2010.08	《关于进一步促进蔬菜生产保障市场供给和价格基本稳定的通知》	全面推广“农超对接”营销模式，积极开展合作社与农资生产企业、高校食堂、龙头企业对接试点。
2012.01	《国务院办公厅关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见》	积极推进“农超对接”、“农校对接”、“农社对接”等多种产销衔接方式，推动实时对合作社在城市社区建立直销店、连锁店适当给予店面租金补贴等政策。

数据来源：国务院，兴业证券经济与金融研究院整理

● 我国多级供应链形成原因

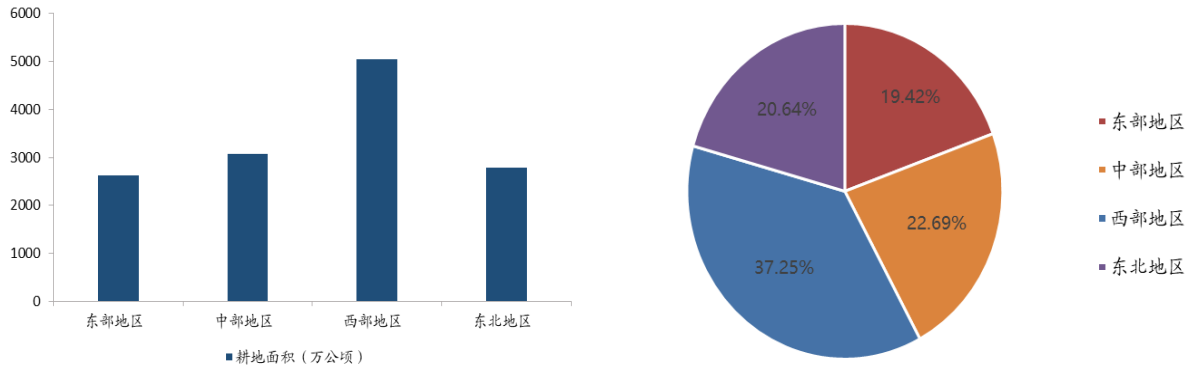
1) 国土辽阔，生鲜种类繁多，且产、销地分散

生鲜种类多样，中间商难以全品种运输。中国生鲜种类繁多，据统计我国的食用蔬菜有 229 种，常用蔬菜高达 150 种，而美国常用蔬菜只有几种，2015 年中国蔬菜产量占世界蔬菜产量份额达 61.03%。一个批发商通常只会运输某几种或十几种蔬菜，难以全面覆盖。

产、销地分散，产全国卖全国。为了方便农民经验可复制，各大产区倾向于种植一、两个核心品种，导致一个产区的产品上市后销售压力很大，需要进行全国分销。由于生鲜季节性明显，单个销地需要全国各个产地轮流支撑以实现全年不间断销售，从而决定了中国的农产品市场是“产全国卖全国”。由于生鲜品种的多样，产、销地的分散等自然因素影响，大大增加我国生鲜在全国范围内的流通难度。

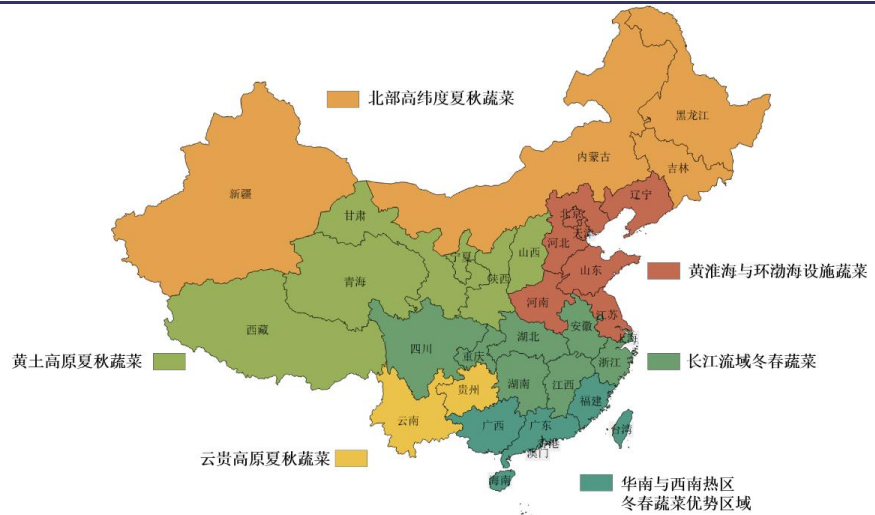
图 6、2013 年我国各地区耕地面积分布

图 7、2013 年我国耕地面积各地区占比情况



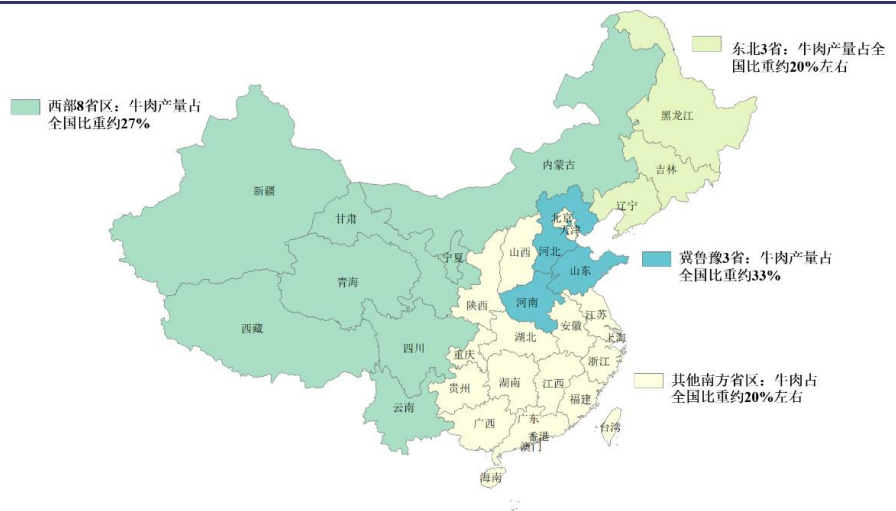
数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、全国蔬菜六大优势产区分布



资料来源：《全国蔬菜产业发展规划（2011-2020年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、全国肉牛产区分布



资料来源：《全国牛羊肉生产发展规划（2013年-2020年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 上、下游分散，阻碍中间商规模采购

从上游看，农户及合作社的分散极大增加了下游统采难度。我国“小农经营”导致生鲜生产极为分散，农村合作社是目前与农户距离最近、最便捷的整合方式，近年来农民专业合作社数量虽然已达 193.3 万家，整合了一定数量的农户，但是合作社规模均比较小，2018 年上游平均 50 户/个（合作社）的整合度甚至远远低于美国 2001 年 1000 户/个（合作社）的整合度，且美国农户人均耕地面积达 1600 亩，远超我国 90% 农户拥有的 10 亩耕地面积。若去除不达标合作社数量数据，每个合作社吸纳的农户数量更低，此外还有高达 1.3 亿的农户未入社。较高的生产分散度，使最靠近农户这一源头的下游，无论是经纪商，还是批发商、零售商，必须与“千家万户”的农户面对面，大大增加采购成本，降低流通效率。

我国上游实质上仍以个体种植为主，农户经营的分散状况并未得到根本改变。主要系：合作社管理、科技水平低，融资难，农民合作意愿受地域影响，追求政府补贴为主，一定程度阻碍了合作社的发展和规模壮大。

- ✓ **管理、科技水平差，合作社收益不大。**合作社社员均是农户，缺乏科学的管理素质和技术创新观念，在内部运行、财务管理、科技运用、生鲜市场动向洞察、各种政策法规把握等方面都很匮乏，大大制约了合作社规范的快速发展。
- ✓ **融资难，资本投入少，技术落后，无法扩大规模。**由于合作社组织结构松散、信用体系不健全使得担保责任主体不清晰，且融资时多以土地、劳动力、技术抵押，贷款变现难，融资公司不愿意借款，虽有政府补贴政策，但资金缺口大。因此合作社资金主要来源是社员出资，但其投资意愿较弱，资金少，生产流动性资金缺乏。
- ✓ **农民受地域、关系影响，合作意识不强，不愿意与外地农户合作，更愿意和相同村庄的附近村民联合入社，“一村多社”现象普遍，阻碍了合作社联合发展。**
- ✓ **法规不健全，很多合作社形同虚设，只为享受政府补贴。**很多合作社是因一些涉农企业为了各种财政扶持、税收减免与金融服务等优惠政策钻了法律的空子而成立，农民根本不了解合作社，也无法享受到加入合作社的收益，使得合作社未取得实绩。

日本农协发展主要由政府法律、财政、教育各方面推动：

1947 年开始，政府推动建设农协。为保护自耕农民，日本推出了农协法，并设立由政府扶持的农协。由于农业原料优先供应农协，且购买价格更低廉、补贴丰厚，到 1950 年全国 99% 以上农民均加入了农协。但因农民合作意识不强，很多农协只有名头，类似于我国当前合作社状态。

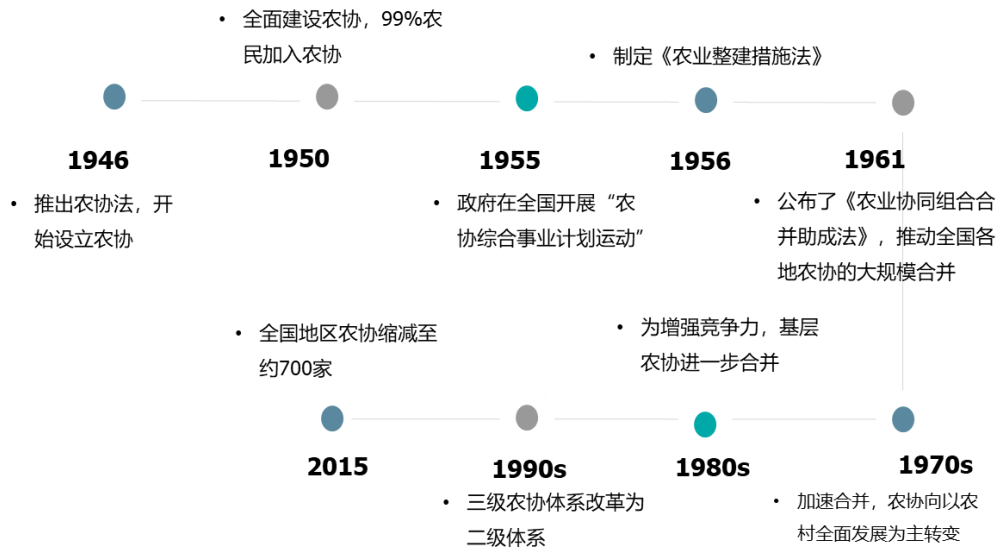
1955 年开始，政府发布法律推动农协逐步稳定发展和合并。政府推行了多部法律、在全国开展 5 次农民运动，给予农协强力的保护和支持，使各级农协在经营上趋于稳定，并形成了基层-县-中央三级农协体系，这与日本村-县-中央的行政体系一致，也有利于实施各项农业政策。随后由于农产品市场竞争激烈和法律推动，小

农协不断合并为大农协。

70年代开始，农协以农村全民发展为重心。农协不仅仅局限在原料提供、产品销售等层面，而是在经济、教育、文化、保险、医疗等多方面为农民提供服务，不断向农村各领域渗透，与农民发展相互促进。

90年代开始，农协三级体系改革为二级体系。为提高效率，日本农协将基层-县-中央三级组织体系改革为基层-中央二级，并将基层农协进行合并。到2015年，从最初的1万余家减少到约700家。

图 10、日本农协发展历程



数据来源：陈柳钦《日本农协的发展历程、组织、功能及经验》，兴业证券经济与金融研究院整理

美国合作社发展和规模的扩大有赖于其全国性农业组织对农户合作理念的转变：美国合作社最早于1810年成立，到1869年一直处于萌芽阶段。

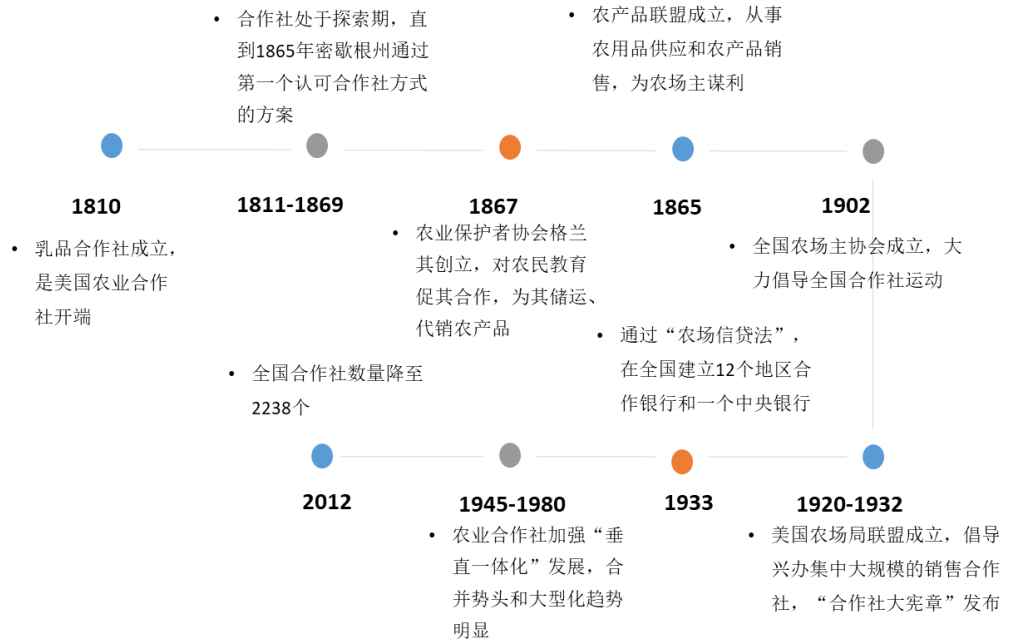
1870-1920年，农户合作意识加强。在合作社数量快速增加时期，“农业保护者协会”（格兰其、农场主联盟）、“全国农场主协会”为了维护农场主利益纷纷成立，对农民进行宣传教育促进其合作互助，使合作理念深入农村，并改革其生产和流通领域，为农民提供储运、代销农产品，批发原料等服务。

1921-1932年，美国立法使合作社成立和运行规范化。政府极力支持合作社，“合作社大宪章”、“合作社销售法”发布，规范了合作社成立和内部运行条件，严格的“一人一票制”防止资本对合作社的控制，并进一步加强对合作社的扶持。

1933-1945年，美国合作社信贷体系、经营制度逐步健全。美国通过“农场信贷法”建立了12个地区性合作社银行和一个中央银行，专门用于向农村合作社提供贷款，同时合作社管理、会计制度逐步完善，使合作社开始正规化经营。

1945年以后，美国合作社数量骤减。为提高竞争力，经营成熟的合作社加强“垂直一体化”发展，从生产到销售处于不同环节的合作社开始合并形成产业化，合作社数量不断减少，规模越来越大。

图 11、美国合作社发展历程



数据来源：焦健《美国的农业合作社》，兴业证券经济与金融研究院整理

综合来看美、日上游整合的历程，其发展动因主要源于注重合作意识培养、产业化发展、法律法规健全、财政支持完善、农业科技创新，这也正是我国当前合作社发展及扩张亟待解决的问题：

- ✓ **农户较强的合作意识为上游整合奠定了基础。**美国早期多个全国农业协会对农户进行合作教育，日本农协在对农户生产、销售的指导过程中也培养了农户合作观念，使农户在经营上有很好的合作意识，对合作社整合接受度很高。
- ✓ **产业化发展带动上游整合。**在美国，一个专业合作社一般只经营一种或两种产品，然后深度开发该产品，其销售、运输、储藏、加工等由相应的农业技术合作社、生产资料供应合作社、销售合作社、农业设备合作社等提供服务，不同环节合作社合并将大大提高单个合作社竞争实力和效率从而推动其快速整合。而日本农协从初始就整合资源，统一负责农产品生产资料购买、加工、销售等实现农产品标准化、产业化发展模式，使农协收益大大提高，上游较好的整合效果促使其可以继续扩大规模。
- ✓ **法律法规的健全推动合作社规范化发展。**美国的多项法律为合作社规范发展，同时为不被资本掌控提供了条件，使农户作为合作社收益主体，推动合作社快速发展。日本发布的经过28次修改的《农业协同组合法》、《农业基本法》、《农协合并成法》等多部法律确立农协的地位并给予其发展指导，由法律和市场共同推动基层农协的整合。
- ✓ **财政补贴、信贷体系健全使经营资金充沛。**美、日除每年的拨款、低息贷款和较低税收政策外，特别注重农业金融信贷建设。日本从最初设立农协时，就十分重视信用合作社业务，其全国农协银行现今为日本经营规模最大的金融机构。农民无需担保即可贷款。美国建立“联邦农业信用管理局-中央银行-12个地区土地合作银行”的融资机制，农户只需以土地作抵押即可得到贷款，融资很便利。强大资金支持解决经营资金周转难题，为其经营规模的扩大创

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

造了条件。

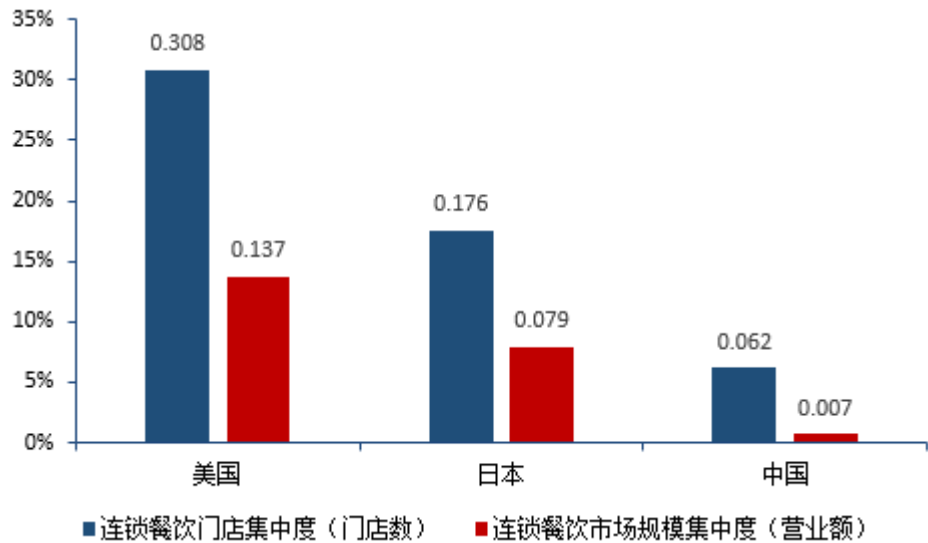
- ✓ **大力推动农业科技发展，提高生产率。**因务农人员数量越来越少，且人口老龄化，日本极力提高农业科技水平，农协内部建有完整的教育体系，对农民进行科技教育和人才培养。美国联邦政府自 1996 年始就着力于农业研究、教育以及农业科研攻坚战略计划，每年 20 亿美元投向农业科研、推广、教育，使农业科技不断创新，大大提高农业生产率，为农业规模化奠定了技术基础。
- ✓ 此外，日本农协以农村全面发展为主的观念，与农户相互促进发展。农协在农村的服务触角很广，包括原料供应、技术指导、教育培训、农产品加工、存储、销售，以及信贷、保险、医疗保健等，保障了农民生活水平，让农民与农协相互信任，使更多的农户加入农协并专注于生产、培育新产品等；相应地，农户的高收益也进一步促进农协发展。

从下游看，我国小 B 企业的分散，使几家批发商难以满足众多门店、摊点的供应。

- ✓ **餐饮企业分散增加供应商采购难度。**在餐饮市场我国 130 强连锁餐饮店门店数只占总餐饮门店数量的 6.2%，尽管当前我国餐饮门店数是日本的 9 倍，但在门店集中度、市场规模集中度上都远远低于日、美。若去除中国的肯德基、百胜、星巴克数据，其门店集中度会更低。分散的餐饮门店因对各生鲜的品种需求多样、质量标准要求不一，一家餐饮店很难由一家批发商供货齐全，加大供应商采购难度。因单个出口订单量很大，一些批发商更愿意做出口业务。
- ✓ **在生鲜零售端，农贸市场销售占比达 73%，大量分散的摊点、门店进一步冲击生鲜规模供应。**
- ✓ **我国小 C 的需求多样性拓宽了生鲜流通区域。**中国丰富的饮食文化使消费者对生鲜品种、新鲜度要求很高，购买一般为高频、低量；美、日多食冷冻品，通常一次购买一周所需食材，且生鲜品类较少。因此中国的生鲜需在全国更高频、更大范围的运输、流通。

整体上看，上下游均具高度“分散性”，中间商既无法实现规模化采购，也无法实现规模化销售，若与中间商的流通呈现沙漏状，显而易见其整体效率非常低，稳定的多层级分销体系反而纾解了上、下游流转不畅的局面。

图 12、2017 年餐饮美 70 强、日 72 强、中 130 强门店及市场规模集中度对比



数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 中间商单体资金量、规模小，垫资能力、风险承担能力弱

生鲜市场价格波动大，个体户批发商风险承担能力弱。由于生鲜供给受气候、市场行情影响较大，叠加其易腐性，因此价格敏感度高、波动大，往往在批发市场一天内同一品类生鲜价格就会有不同程度的波动，使生鲜批发市场充满高风险，故在流通环节需要抗风险能力较强的物流链来消化市场风险。**我国批发商多为个体户，单体资金量小、规模小，风险承担能力弱，从而需要更多层级、更多数量的中间商来共担风险。**日本农产品批发市场由于多采用拍卖制，激烈的竞买使小型批发商被淘汰，少数有实力的批发商发展为大型株式会社，资金雄厚、规模较大的背景使得为数不多的大型批发商可承担一定的市场波动风险。

零售业账期长，个体户批发商垫资能力弱。国内零售企业普遍占用供应商资金，为稳固销售渠道，上游批发商需垫付 1 月左右的仓储、场地租用、运输、包装等资金，而委托批发商代销或赊销买断的农村经纪商也需先垫付购货、包装、运输、装卸、租用场地等资金，承担批发商 1 月以上的账期。**由于中间商资金量小，垫资能力弱，一旦某环节出现垫资困难，可能会导致其流通过程瘫痪，因此在收到销货收入前，生鲜流通所经历的层层装卸、运输等成本需要更多数量、层级的中间商分担，长久下来形成了稳定的多层级的批发体系。**而日本批发市场货款结账期很短，零售商一般需在在 3-7 天之内向批发商付款，批发商需在 1-4 天内向供货人付款。资金回笼快，使批发商可更大规模的采购，流通效率更高，供应链层级更少。

1.3、多级供应链仍存在损耗率高及非效率的问题

多层运输、装卸，损耗率大幅提高。多级供应链涉及流通环节众多，且由于其“产全国销全国”的市场特点，长途运输不可避免，国内批发零售冷链物流尚不完善，运输环节损耗率较高。产品最终达到消费者手中花费时间较长，国内生鲜农产品

25~30%的损耗率相较于美 1~2%、日 5% 非常高。

表 2、国内生鲜农产品损耗率与发达国家存在差距

项目	美国	日本	中国
主要流通渠道	配送中心	批发市场	批发市场
终端销售渠道	超市、食品商店	超市、食品商店	农贸市场
主要流通形式	冷链全程配套	低温保鲜	常温、自然
保鲜量占总量的比例 (%)	>50	>50	10~20
损耗率 (%)	1~2	<5	25~30
物流成本占总成本的比例 (%)	≈10	≈10	20~30

资料来源：中物联冷链委，兴业证券经济与金融研究院整理

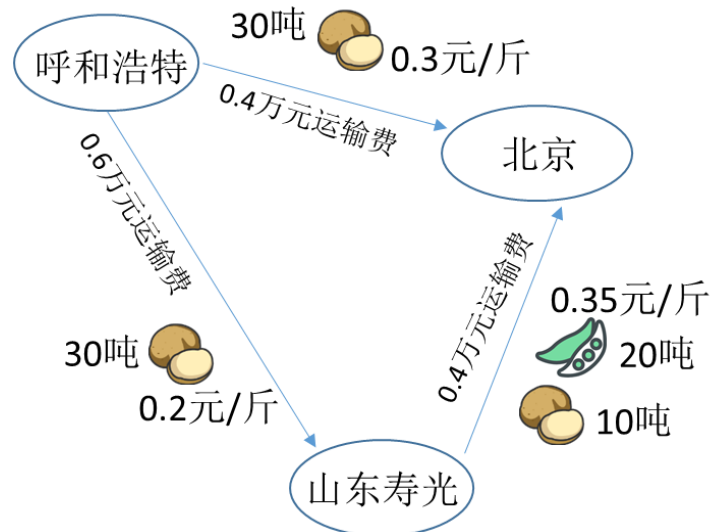
信息流转不畅，致使农产品抢购滞销、批发商亏损情况频现。1) 生鲜价格暴涨暴跌陷入恶性循环。由于供应链太长，远离市场的农民通常只能根据去年行情选择种植品种，或者从批发商、农村经纪商那里获取市场信息，但这些信息都是很滞后的，如果去年销售较好的生鲜在今年大规模种植反而会造成供给过剩，其他品类供应匮乏，导致农产品滞销、抢购现象，第二年农户继续根据今年的市场选择热销产品，又会使此品类明年价格暴跌。从而导致生鲜价格暴涨暴跌情况陷入“怪圈”。2) 价格变动信息传导慢致使批发商严重受损。市场价格传导机制受阻，生鲜在流通中的价格波动无法及时传至各级批发商，可能会使其收购价反而高于售价严重亏损，因而批发商承担的价格风险较高，若其囤货，则风险加剧。而较高的价格风险又需要多量、多层的批发商共担，使得信息流转不畅与供应链冗长相互制约的局面难以被打破。

批发商“舍近求远”，造成资源、效能非效率问题。主要体现在：

1) 多级供应链使各地市价不一，批发商受利益驱使追逐“远市”。批发商并不总是直接将生鲜批发到距离最近的批发市场，而是先将“单品菜”运往知名度高、吞吐量大、销售更快的批发市场销售后，再配以多品种的高价蔬菜运往其他批发市场，主要系批发市场因辐射范围、品类数量、地理位置等而被划分为不同层级，不同层级间因各自为政的逐利性，其销货速度、销货量、生鲜差价均不相同而产生获取更高利润的机会，供应链层级越多，批发商获利机会越多，资源非效率越严重。若超市采取直采，去除供应链中间层，则生鲜在内部统一销售管理，没有其他中间商参与，即可直接避免因供应链不同层级追求更高利润造成的不效率问题。

以批发商从内蒙古呼和浩特经销土豆为例，若直接将 30 吨土豆以 0.3 元/斤差价批发至距离更近的北京批发市场，则全部售完大致需要 5 日，扣除运费 0.4 万元，此趟利润为 1.4 万元。但若先将土豆运输至距离更远的寿光批发市场，以 0.2 元/斤售卖 20 吨获利 0.8 万元，由于寿光市场吞吐量大，只需 1 日即可销售 20 吨，相较北京市场 5 日才能销售 30 吨，其风险更低，剩余 10 吨土豆再配上 20 吨差价更高的芸豆共同运输至北京批发市场，扣除 1 万元运输费，这趟距离更远的运输利润为 1.8 万元，比直接运输至北京的利润高 0.4 万元。

图 13、批发商售卖土豆绕路方案



资料来源：财经网，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 市场信息不对称，批发商被迫销往“远市”。多级供应链使得市场信息不畅，批发商可能无法准确掌握较近的批发市场价格、需求信息，不愿意贸然进入，而距离更远的批发市场吞吐量大，销售风险更低。例如在贵州省贵阳市一直缺乏中高品质蔬菜，但省内黔东南蔬菜年外销量为10万吨左右。由于市场信息不对称，黔东南不知道贵阳市场需求如此大，也不了解贵阳消费者在什么时间段需要哪些蔬菜及价格等信息，导致菜农不敢贸然大规模进入贵阳市场。其农委总农艺师甚至仍在外考察广州批发市场，帮助黔东南菜农找市场，其表示如果早知道贵阳市场有如此强烈的合作愿望，肯定更愿意与贵阳方面洽谈。由于供应链多层级，农户与下游双方信息不对称，使得农户只能向信息更透明的远地的批发市场运输，造成效率不效率问题。

销售的生鲜难以溯源，食品安全存在较高隐患。生鲜经过在多级供应链中的流通中，经过层层加工、包装、运输，溯源信息难以保存，一旦出现质量问题，甚至很难追溯同一品类生鲜不同源地，由此容易造成食品安全存在较高隐患。

超额收益的分散使消费者承担更高的生鲜价格。当前生鲜产地的收购价与终端售价的差距很大，其中大部分是因运输、包装、挑拣等环节的必要成本加价。尽管生鲜的流通利润在经过地头、各级批发商、到终端零售商的分摊后，每个环节的利润率均很低。但在较长的供应链上，农村经纪商对各地不同生鲜市场的品类、价格、质量等信息的了解、多级批发商对市场风险的承担仍分散了一定的超额收益，若能够减少供应链环节，使收益可以集中在农户、零售商上，生鲜零售价可以进一步降低。

二、生鲜供应链分环节的财务成本分析

国内生鲜供应链的发展历史以及存在的问题前文已分析清楚，大众所认为多级供应链产生的中间成本并不是完全没有必要，而可以分为：

- 1、货物流通所必须的成本，包括燃油费和车辆租赁费用
- 2、中间商承担资金和风险，并通过经验取得的超额收益
- 3、由于流通的低效率产生的多余成本

其中第一项是难以消灭的成本，而第二和第三项成本可以通过供应链的整合消除，我们通过拆分国内多级供应链上各个可能环节的参与者的财务结构来分析可以消除的成本。

2.1、农产品经纪人：轻资产低风险，主要依靠个人关系和交易撮合

农产品经纪人是最接近生产者的一环，他们通过作为本地人的关系优势成为生产者的代表。由于农产品的季节属性，一个地区一年中一个品类收货的时间短则半个月，长则5个月，而代办的工作时长和当地的优势品类数量以及其主理的品类有关。蔬菜经纪人的经营成本科目较少，由于其主要起信息中介作用，在接到订单后根据订单大小决定雇佣工人数量，主要成本在于临时雇佣工人的工资。

案例一：陕西苹果经纪人。雇佣工人平均工资100-150元/天，一车货（3-4万斤）可在两天内由5名工人采购完成。经纪人环节会根据情况加价0.05-0.1元/斤，需求紧俏时更可高至0.2元/斤，平均加价倍率2.5%，剔除工人工资的净利率约1.9%。苹果的收货时段约为每年一个月，经纪人根据关系强弱分别接单3-15车不等，刨除成本后的年化净收入为8.9—20.9万元，陕西2017年平均工资6.74万元，代办超额收入2.2—14.1万元。

案例二：安徽多品类蔬菜经纪人。经营包括番茄、黄瓜、辣椒等多种蔬菜，在1-3月、4-6月及10-次年4月均有不同品类蔬菜收货上市。雇佣工人的平均工资约120元/天，根据情况加价0.05—0.09元/斤。平均一个月可接10车订单，每车约3.5万斤，则刨除成本的年化净收入在6.6-23.4万元，安徽2017年平均工资6.51万元，代办超额收入0.09--16.89万元。

表 3、农产品代办财务成本拆分（万元）

	采购	仓储	人工	物流	折损	代办	进场	加价倍率	毛利率	净利率	净收入	平均工资	超额收益
陕西苹果经纪人	97.35%		0.76%					2.72%	2.65%	1.88%	8.9--20.9	6.74	2.2--14.1
安徽多品类蔬菜经纪人	98.51%--97.3%		1.02%--1.01%					1.52%--2.73%	1.49%--2.65%	0.47%--1.64%	6.6--23.4	6.51	0.09--16.9

资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

农产品代办收益源于深耕建立的、难以被替代的关系。总体调研了解到，在多级供应链体系中代办很难被代替，在直接与农产品种植者协议采购的过程中，批发商和农户信息不透明，存在虚报价格、抬高价格的情况。同时，在签订采销协议后也存在违约率相对较高，关系不稳定的现象。即使是经营同一品类生鲜七、八年的批发商都反应，需要代办在当地进行联系、协调。外来采收商很难取得种植者的信任，需要一个深耕当地关系的人作为代表；采购过程中会突发很多问题，包括采购量、品质、时间、运输等各种突发情况，需要代办实时跟进，利用方言、情面、威信进行协调。所以，虽然财务分析显示代办的加价倍率很低，但由于资产轻没有过多风险，而相对丰厚的收益即是对这种长久以来深耕建立的、难以被替代的关系的补偿。

2.2、一级批发商：风险收益较高，信息不对称提升议价能力

一级批发商从农产品经纪人或直接从农户处购进农产品，经过处理后运送至大型产地批发市场或直接运至销地批发市场出售。一批商的支出包括采购成本、雇佣成本、仓储物流成本、上下游的代办费、销地批发市场进场费，起到大规模整合运输的作用。

案例一：陕西苹果一批商。本身是合作社性质，整合了 33 家农户的产品苹果种植，在收获期可以输送 11.55 万斤自产苹果，此外超出合作社的需求则委托当地农产品经纪人采购。采购价格约 3.75 元/斤，加价 1.25 元/斤，加价倍率 33%。在加价的 1.25 元/斤中，仓储成本 0.2 元/斤，人工+物流成本 0.42 元/斤，折损 0.1 元/斤，此外，上下游的代办费用 0.16 元/斤（产地代办 0.06 元/斤，销地代办 0.1 元/斤），销地批发市场租金+管理费 0.3 元/斤（收取销售额的 6%）。同时，根据年份不同，销量在 4-5 车/月不等，年销售量 180-220 万斤，则刨除成本的年化净收入在 12.6-15.4 万元，陕西 2017 年平均工资 6.74 万元，超额收入 5.9-8.7 万元。

案例二：江苏水果一批商。商品全部来自于经纪人的代理采购，主要做梨、芒果、柑橘等品类。平均加价倍率约 35%，其中仓储、人工、物流、折损、代办、进场分别支出 3.5%、3.4%、6.0%、3.0%、3.2%、5.0%。年销售额约 250-300 万斤，则刨除成本的年化净收入 21.6-25.9 万元，江苏 2017 年平均工资 7.82 万元，超额收入 13.7-18.1 万元。

表 4、农产品一级批发商财务成本拆分（万元）

	采购	仓储	人工	物流	折损	代办	进场	加价倍率	毛利率	净利率	净收入	平均工资	超额收益
陕西苹果一批商	75.0%	4.0%	3.0%	5.4%	2.0%	3.2%	6.0%	33.3%	25.0%	1.4%	12.6 --15.4	6.74	5.9 --8.7
江苏水果一批商	74.1%	3.5%	3.4%	6.0%	3.0%	3.2%	5.0%	35.0%	25.9%	1.8%	21.6 --25.9	7.82	13.7- 18.1

资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

一批商超额收入的来源：存货的风险收益、信息不对称带来的议价能力。一批商构成了国内多级批发体系的主要环节，他们像血液携带氧气一样流通于全国范围。我们认为批发商可以设置较高的加价倍率，且获得普遍较高的超额收益主要系以下几点：

- 1、存货的风险收益。**由于批发商承担中间流通任务，理想情况下在得知市场供给短期大幅提升、价格大幅下跌、销售情况恶劣的信息后，批发商可以停止流通以防止损失；但实际情况是，具备一定规模的批发商在销售季之前便会预判价格走势并通过预订、囤货等方式提前锁定库存。所以，一名常年经营农产品的批发商无法保证每年盈利，只能在多年平滑利润后总体盈利，他们承担存货跌价损失的风险带来的收益。
- 2、信息不对称带来的议价能力。**批发商承担存货风险获得了超额收益，但种植者同样需要面临商品价格暴跌、亏损出售或瓜果烂在地里的风险，而农民的收益普遍较低。我们认为其中原因主要系批发商掌握价格信息而农民获取困难。当前的供应链体系中，在不同地区、不同品类的价格信息没有完全数字化流通的情况下，批发商在不同市场、地区运输中可广泛获取信息并采取相应措施，而种植者只能被动接受，这种信息的不对称导致了议价能力的区别，这也是 2010、2016 年大蒜价格暴涨的情况下，批发商赚的满盆钵满，而蒜农普遍仅实现正常销售的原因。

2.3、二级批发商：受益于地区之间的供给差异

二级批发商主要在大型城市的一级、二级批发市场之间，或大型城市、周边城市的中心批发市场之间运输农产品。

我们实地调研了上海的主要农产品批发市场西郊国际（主打水果）、江桥市场（主打蔬菜）、江杨北路市场（主打水产品）和上海农产品批发市场。虽然没有明确的分级，但根据调研情况看西郊国际、江桥、江杨北路市场的商贩一般来自农产品产地，为上海的一级批发市场；上海农产品批发市场的商品有较大比例来自前三个批发市场（也有部分产地直供），从价格上比价也普遍高于其他批发市场，可以定义为满足浦东商品需求的上海二级批发市场。

图 14、上海主要农产品批发市场分布



资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

案例一：上海农产品批发市场的二批商。进货渠道主要为江桥批发市场，小部分商品来自产地采购。一般加价倍率为 35%。由于经营模式不同于一批商，二批商没有采购时所需的产地仓储设施，由于采购和销售均由自己完成遂没有代办费用，运输费用相对很低，但人工费用和进场费较高。总体来说人工、物流、折损、进场费用占比分别为 8.0%、2.0%、5.0%、7.0%，毛利率、净利率为 28%、5.5%。虽然盈利能力较一批商强，但由于周转率低（销货量低），每年销售量在 130-150 吨，则刨除成本的年化净收入 9.6-11.5 万元，上海 2017 年平均工资 8.56 万元，超额收入 1.0-2.9 万元。

表 5、农产品二级批发商财务成本拆分（万元）

	采购	仓储	人工	物流	折损	代办	进场	加价倍率	毛利率	净利率	净收入	平均工资	超额收益
上海农产品二批商	75.0%		8.0%	2.0%	5.0%		7.0%	38.0%	27.5%	5.5%	9.6--11.5	8.56	1.0--2.9

资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、2019 年 3 月 14 日上海主要农产品批发市场价格整理

元/斤		一级批发市场			二级批发市场		农贸市场							
种类	品类	江杨北路(水产品)	江桥(蔬菜)	西郊国际(水果)	上农批	加价倍率	福山路菜市场	加价倍率	绿川超市菜市场	加价倍率	街边生鲜店	加价倍率	锦德市场	加价倍率
水果	赣南脐橙	3.00		4.00					5.98					
	丑橘	6.00	8.00	5.00	7.00	40%	9.80	40%	12.80	83%				
	香蕉	3.50	2.96	3.00	4.50	52%							6.80	51%
	苹果(冰糖心)	3.90		5.70										
蔬菜	西红柿	3.25	3.75		4.10	26%	6.00	46%	4.98	21%			7.00	71%
	黄瓜	2.50	2.50		3.20	28%	5.00	56%			3.90	22%	4.00	25%
	茄子	4.00	2.30		4.50	96%	6.00	33%	5.98	33%	6.00	33%	8.00	78%
	土豆	1.40	1.30		1.60	23%	3.00	88%	2.98	86%			2.00	25%
	甜玉米		2.80		3.50	25%	5.00	43%	4.98	42%				
	大蒜		3.50		4.50	29%							8.00	78%
	平均加价倍率					38%		53%		46%				55%

资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理。注：上农批加价倍率根据一批中的最低价计算；农贸市场均位于浦东，所以加价倍率根据上农批价格计算

二批商的超额收入来源：地理位置因素带来的需求难以满足。相比一级批发商，二级批发商货物周转量小，所需要承担的存货风险更小；其对于信息的摄取弱于一批商，尤其是在大型城市内部运输的二批商。所以二批商平均超额收益明显弱于一批商，而他们的超额收益主要源于地理位置原因造成的需求无法满足，例如上海浦东的小 B 需要更加便利的采购渠道而不是到浦西甚至虹桥以西 20 千米的西郊国际采购水果。相对来说，主要城市与周边区域之间的二批商所获取的收益可能更高，主要系周边区域的整体需求较低，一批商出于周转率的考量不愿直接去销售，进而造成的商品缺乏使二批商获得相对收益。

2.4、农贸市场商贩：净利率高但销量低，主要依靠细节化的经营

农贸市场商贩是直接广大消费者接触的最主要渠道，国内通过农贸市场销售的农产品占比超 70%。农贸市场商贩所需支付的成本包括采购、运输、折损、进场费用，我们采访的摊贩平均加价倍率在 45%，运输、折损、进场费用占比分别为 1.0%、11.0%、8.0%。在每年销售 8.5-9.5 万斤农产品的情况下（较高水平），则扣除成本的年化净收入 8.8-9.9 万元，上海 2017 年平均工资 8.56 万元，**超额收入 0.28-1.32 万元。**

表 7、农贸市场商贩财务成本拆分（万元）

	采购	仓储	人工	物流	折损	代办	进场	加价倍率	毛利率	净利率	净收入	平均工资	超额收益
农贸市场商贩	69%			1.0%	11.0%		8.0%	20.0%	45.0%	31.0%	8.8--9.9	8.56	0.28-1.32

资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

农贸市场商贩的超额收益：源于对最下游分散需求的管理、损耗率的降低，以及位置优势。从一批商、二批商、农贸市场商贩的财务指标上看，随着供应链的下

沉加价倍率和净利率逐渐提升，每个个体所承接的农产品销售量逐渐减少，总体的超额收益在降低，到了农贸市场商贩一级，也仅是赚取平均工资，而商贩获取少量超额收益主要来自对于下游多种多样需要的适应以及对于易损生鲜的精细化管理所带来的损耗率的降低；同时，由于商贩所在的农贸市场常位于生活区，获得摊位、门店的位置也是超额收益的来源。

表 8、2019 年 3 月 15 日上海主要鲜活水产品价格整理

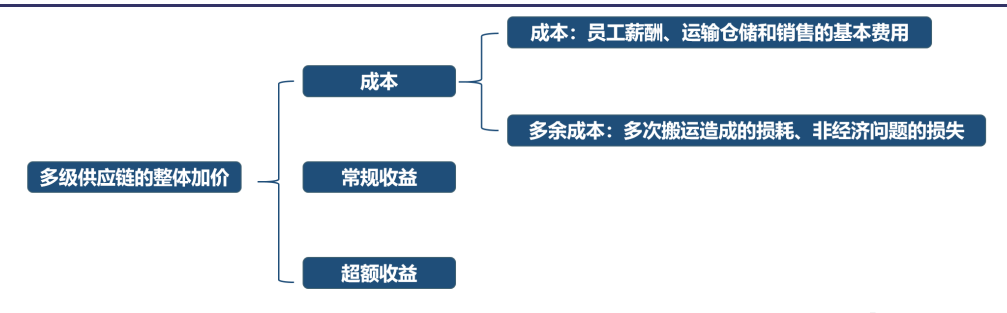
元/斤		一级批发	农贸市场			
种类	品类	江杨北路	连阳菜场	加价倍率	东安菜场	加价倍率
鲜活水产	蓝鳊鱼	24	35	46%		
	鳊鱼	32	38	19%	38	19%
	鲈鱼	11			17	55%
	鲫鱼	6	10	67%	12	100%
	昂刺鱼	12				
	草虾	55	80	45%	80	45%
	鳊鱼	6	8	33%	10	67%
	平均加价倍率				42%	

资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

三、供应链整合者对超额收益的获取和多余成本的降低

通过前文分析，多级供应链的整体加价可以分为成本、常规收益（平均工资）和超额收益。而成本中包含必须成本（员工薪酬、运输仓储和销售的基本费用）和多余成本（多次搬运造成的损耗、非效率问题的损失）。所以对于供应链的整合者来说，超额收益和多余成本是可以通过经营所摄取的，这也是公司归母净利润不断增长的源泉。

图 15、多级供应链的整体加价



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

3.1、多级供应链价值的挖掘，超额收益的获取

概括来说，多级供应链中的超额收益源于：

- 1、农产品代办：通过本地人优势或深耕多年的、无法被代替的关系，以及熟悉程度；
- 2、一级批发商：承担存货跌价风险所获收益、信息不对称带来的议价能力提升；
- 3、二级批发商：地理位置因素导致的部分地区需求难以满足；
- 4、农贸市场：对最下游分散需求的管理，精细化管理带来的损耗降低，以及核心区区位优势。

所以，我们分别分析供应链的整合者对于这些问题的措施。

图 16、多级供应链的超额收益整合

	多级供应链超额收益	龙头企业整合措施
农产品代办	本地人深耕多年经验+关系优势	良好沟通+稳定合同→突破代办关系网
一级批发商	承担存货跌价风险&信息不对称→议价能力提升	更强的抗冲击能力&全程信息化管理系统
二级批发商	地理位置→部分地区需求难以满足	标准化门店→解决地区需求差异 仓储扩展→解决非经济问题
农贸市场	下游分散需求管理+生鲜精细管理=损耗降低 核心区区位优势	精细化运营经验+损耗率大规模管控 核心位置展店提升聚客能力

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

- **良好的沟通与稳定的合同：对于代办建立起来的关系的突破**

对于大型供应链企业及超市企业，农产品经纪人的超额收益可以由两方面解决：**良好的沟通与稳定的合同关系。**

农产品类标准化较低的商品交易中，沟通不畅是导致冲突及矛盾的重要因素之一，及时有效的沟通是降低交易风险、减少交易成本并形成长期良好合作关系的有效方式。根据刘刚《契约型农产品渠道中的龙头企业与农户关系稳定性研究》的分析，沟通分为正式和非正式沟通：

- 1) **正式沟通，建立有效的信息共享机制。**由于国内分散的上下游格局和信息的数字化流通程度较低，对于农户来说很多信息难以获取或者获取成本高昂，良好的信息共享体系是增进互信的有效措施，**企业在信息数字化流通设施建立方面具备天然的优势。**
- 2) **非正式沟通，“自己人”关系的建立。**中国的基层社会是一个建立在“私人联系网络”上的体系，这在广大农村中显得尤为明显，且不同的社会关系会呈现“特殊主义”的特征，“自己人”和“外人”会受到区别对待。企业经营中通过长期深耕来达到一线人员与农户的良好的私人关系可以产生良好的互动，降低契约型农产品渠道中的冲突和违约倾向。**但是从实际操作上来说，由于企业采购的广泛性，单个地区关系的建立是非常困难的。**

稳定的销路、有效的合同签订，降低违约风险的成本。稳定的合同的签订是维护渠道稳定的另一重要因素。对于农户来说，生产最大的不确定性是生产资料的价格、天气因素和下游销路，在国家稳定生产资料价格的政策以及大棚种植的推广下，销路的不稳定是农户所面临的重大问题。虽然批发商不面对最下游消费者，但其销售情况同样面临波动，很多情况下无法与农户签订长期的供销合同；而规模化企业的销售量大而稳定，对于农户来说是更好的选择。同时，具备对机会主义及强制终止的惩罚功能的合同，将有效减少合作方隐瞒信息、投机的可能性。

- **对于存货风险和不对称的消灭**

企业在农产品价格波动中具备更强的抗冲击能力。在供给减少导致价格上涨情况下，批发商进货价格高昂但是在批发市场的销售价格往往很难提升很多，由于费用固定导致亏损，甚至出现销地价格高于收购价格的“倒挂”情况。而面向规模化客户以及终端消费者的企业可以通过提升价格缓解成本提升的压力。当供给过剩导致价格下跌的情况下，批发商的加价空间更小并更难以覆盖中间成本；企业仍可以维持适当的价格保持盈利。**总结起来，生鲜零售企业在农产品价格大幅波动的情况下的议价能力较批发商更强，原因在于，**

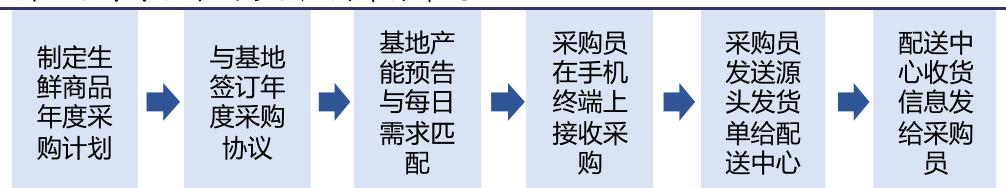
- 1) **采购和价格体系相对独立。**首先企业在长期经营中培养了稳定的货源供应，采购体系一定程度上独立于整个市场，除极端天气因素导致的大幅减产外，采购价格波动相对较小（部分生产基地以大面积大棚种植为主，受天气、季

- 节影响较小，且农产品专供某一家生鲜企业，价格体系完全独立于市场波动)。
- 2) **终端消费者的需求弹性较低。**其次，零售公司面对的分散的终端消费者的农产品（必需品）需求的价格弹性较低，而批发商所面对的采购者、小 B 端的弹性较高。价格波动带来的销售额的变动显著小于批发商。
 - 3) **多品类销售平滑波动。**当零售公司及其他供应链公司经营的品类较为齐全时，少量品类价格波动带来需求的变动可以由其他替代品类平滑。

对于企业来说，消除信息不对称本身就是创造价值的过程。如上文分析，一批商对于上下游的信息量的优势是形成超额收益的重要因素，对于企业来说，从采购到销售环节的完全打通，首先解决了多级供应链环节之间，由于时间、空间、信任等原因造成的信息阻隔，也通过流程化的体系建设完成了信息的数字化流通。**企业建立全程信息化管理系统信息透明化、操作智能化：**

1. **以销定采：**生鲜平台实现大数据系统快速反馈终端需求，从源头产地建立生产标准。
2. **自动补货系统：**当商品库存量低于商品的安全库存量时，系统将自动提示进行补货。有效减少门店库存量，提升门店服务质量，加速存货周转，降低商品损耗，提高经济效益和作业效率。
3. **仓储管理系统：**家家悦上线采购移动系统：公司为采购员配备了智能移动终端，总部采购部将订单发给采购员；采购员收到订单后接单采购，再将源头发货信息发给物流中心；物流中心接收信息转为收货预告；物流中心收货后，将收货信息发回采购员。物流中心收货时应用传感技术将收货信息自动传输到系统中，减少人为干预，减少差错；在拣选过程中，使用平板电脑确认、分拣，分拣环节采用标签体系，同时根据系统中的门店配货要求立即发货，实现即收即拣即发，减少损耗、避免仓储损失。
4. **排线派车系统：**终端配送上快速计算承载、统一分配、合理调运、正确规划、全面安排，优化物流路线。

图 17、家家悦采购移动应用即拣即发



资料来源：家家悦招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 对于地区需求差异和非效率问题的解决：无差异门店和仓储的扩展

门店和仓储设施的扩张消除差异化供给。二级批发商在大型城市内部不同区域进行商品转送以及在大型城市及周边城市地区进行传送的超额收益，源于地区差异导致的一级供给不足。同时，由于批发市场逐渐形成的级别差距，品类丰富程度、销货速度和价格的优势往往吸引批发商支付更高的成本前往交易，多余成本最终

将由消费者承担，造成非效率问题。对于规模企业，虽然不同地区消费者消费能力不同，但通过广泛铺排仓储物流基地和门店，所有商品进行整体调配，网点之间不存在差异化。地区直采使天津郊区的蔬菜直接运至天津门店，而不是运至北京的中心仓再运回天津市区。

● 核心位置展店提升聚客能力，损耗率控制需统一管理

通过对零售摊贩的调研和财务分析，由于最贴近需求变化较小的终端消费者，零售摊贩的利润波动较小，利润率较高，但由于总量较小的原因利润总额低于上游环节。对于零售公司而言，长期经营门店所积累的精细化运营经验将有效解决分散的顾客需求。同时得益于雄厚的资本实力可以进行快速的门店扩张，尤其是近年来到家业务、社区生鲜的兴起，零售终端深入到社区周边开店以及送货服务已经明显冲击农贸市场的销售情况并降低这一块的超额收益。

但是，由于农产品标准化低、易腐的特性，大规模的管控需要从整个供应链到门店运营、人员管理等多方面进行协调，这相较于经营品类少、面积较小的摊贩而言更难进行管理。

3.2、多余成本的降低：减少物流节点、提升冷链覆盖，损耗率得以降低

● 减少物流节点，搬运次数下降

传统生鲜物流模式下，商品需经过至少三级转运——产地集贸市场/农产品收集者+产地批发商+销地批发商，其中涉及搬运次数至少8次；企业整合供应链后，配送模式基本分为三种：

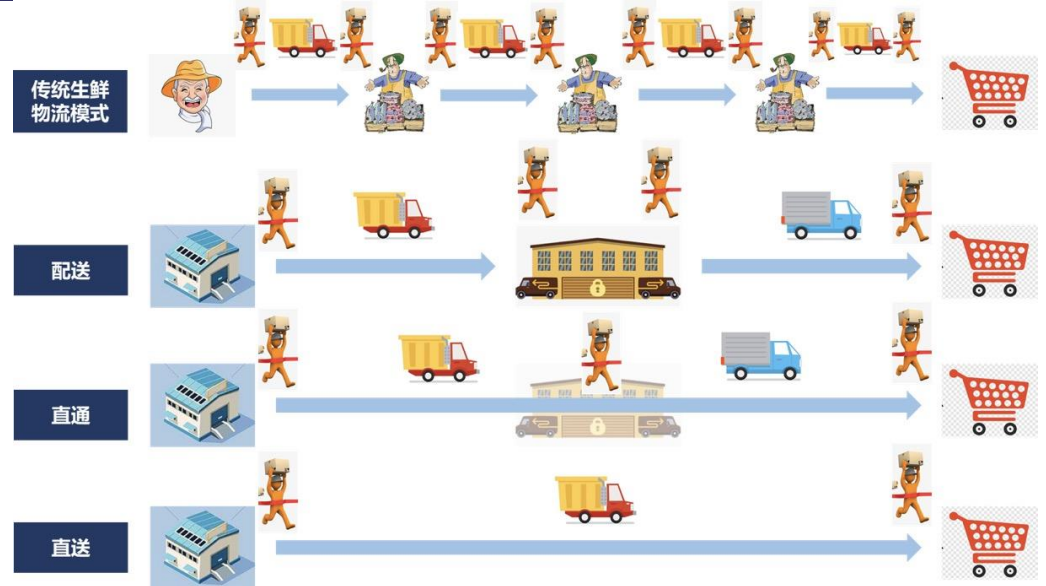
1. 配送：供应商将商品送到公司配送中心，再由配送中心统一配送到门店。生鲜产品主要采用配送，配送中心会对商品进行统一分类、加工、整理等处理，有效控制和降低生鲜产品的库存和损耗。

2. 直通：供应商将商品送到公司配送中心，不入库，直接配送至门店。部分采购量小但又是各门店必备的产品，供应商因成本等因素无法直送至店铺则采用直通：在配送中心作短暂停留后由企业配送至门店。

3. 直送：供应商将商品送到门店。相较于当地供应商供货且直送至门店，配送至物流中心更高效的商品，以及速冻食品、糖果和巧克力等不易保存的商品，采用直送模式。

三种送货模式的搬运次数分别为 4/3/2 次，直接减少商品在搬运过程中的损耗，降低损耗率。

图 18、整合供应链后配送搬运环节大幅减少



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

● 整合企业较高的资本实力允许大规模冷链建设及冷链费用支出

传统供应链仅保证最基本的冷藏需求，批发商的预冷机、冷藏车、冷库设备不完善，普及程度低，断链严重。大多数批发商仍然采用保温车内放置冰块等方式达到低温运输效果，生鲜损耗居高不下。2017年，我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别为26%、39%、43%，对比发达国家水平（95%）差距巨大。国内冷链覆盖比率低，除政府前期的供应链基础设施建设投入较小外，对于民营经济主要有两点原因：

1、个体经济基础薄弱，无法担负大规模资本投入或费用支出。由于大部分批发商规模较小，无法进行大规模的资本投入以建设冷链系统，且在低净利率的模式下无力支付较高的冷链托运费。相较而言，规模化公司具备自建冷链设施的能力，且有能力支付冷链物流费用以降低损耗。

2、传统供应链上参与者对于冷链重视度较低，例如冷链运送的第一环节预冷非常重要，是否经过预冷处理损耗差距达20%，但是预冷设备在国内的普及率不到10%，大部分生鲜产品直接进入流通环节通过冷藏车运输，这样不仅能耗更高、商品损耗也大。龙头公司下游的品质要求较高，冷链建设更为完备，易果生鲜作为国内首家生鲜电商自建“云象供应链”和“安鲜达冷链物流”，与阿里深度合作，专注为包括盒马、猫超生鲜、饿了么在内的阿里生态内新零售、新餐饮赋能，逐步完成B2C向B2B延伸转型，现有24个物流基地，总面积20万平方米，日处理能力超过200万件。美菜网对标Sysco自建“美鲜达”物流体系致力打造2B生鲜电商平台，建立了30个仓储中心，拥有5000辆冷链运输车。

表 9、生鲜农产品要求低温运输

货物品类	品名品种	运输温度
水果	新鲜的水果品种	0℃~10℃
蔬菜	新鲜的蔬菜品种	0℃~10℃

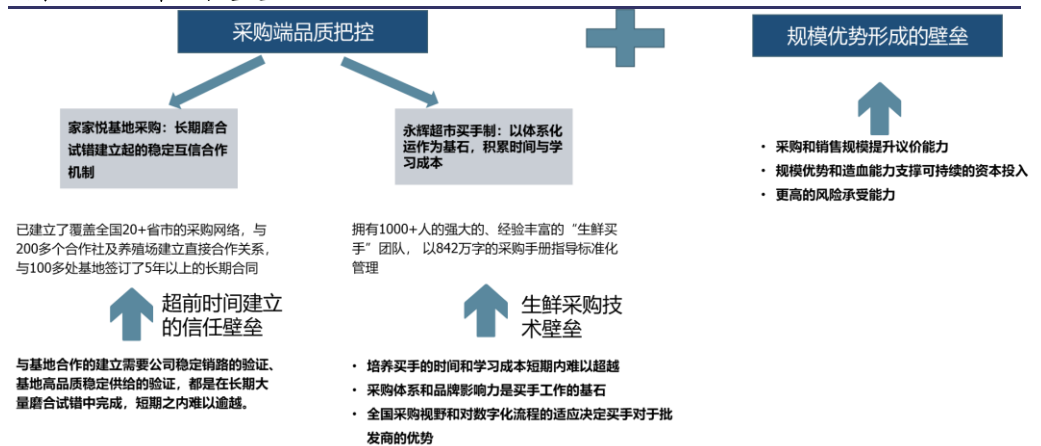
肉类	冻猪肉、冻猪肉片	-18℃~-15℃
	牛肉、羊肉、兔肉、禽肉	-12℃~-9℃
水产品	冻鱼	-18℃~-10℃
	冻虾、蟹、贝类	-18℃~-15℃
奶类	常温牛奶	4℃~10℃
	巴氏奶	0℃~4℃
	酸奶	2℃~6℃
禽蛋类	鲜蛋	0℃~3℃
	冰蛋	-18℃~-15℃
乳制品	冰激凌产品	-20℃~-17℃
	雪糕、冰棍、雪泥	-18℃~-15℃

资料来源：中国冷链委，兴业证券经济与金融研究院整理

四、生鲜经营壁垒：超前的时间和大规模资本投入建立的护城河

市场对于优秀的生鲜经营公司所拥有的壁垒存有疑问，或了解壁垒的存在而无法具体分析。我们根据前文中所阐述的生鲜企业通过经营可以获取的多级供应链中的超额收益和可以降低的多余成本，进一步分析生鲜供应链的经营壁垒。

图 19、生鲜经营壁垒



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

4.1、采购端品质把控：基地+买手直采整合分散上游

在源头采购中货源的寻找、品质的把控、议价能力的提升以及产品的追溯均是企业需要面临的问题，当前已形成以家家悦为代表的基地采购和永辉超市为代表的买手采购两种主要直采模式。

● 家家悦基地采购：长期磨合试错建立起的稳定互信合作机制

家家悦作为首批农超对接企业，主要采购渠道为基地直采 (>80%)：公司已建立了覆盖全国 20+省市的采购网络，与 200 多个合作社及养殖场建立直接合作关系，与 100 多处基地签订了 5 年以上的长期合同。采购员（200+人）能够及时、稳定地采购全国各地有特色且平价优质的生鲜产品。作为糖酒采购供应站起家企业，家家悦供应商渠道强势、网络发达。

供需双方长期大量磨合试错，建立的稳定互信合作体系短时间难以逾越。我们认为，公司的采购网络是通过长期的积累建立起来的，包括可以提供稳定高品质货源的基地，通过专家指导和巡查控制源头品质，以及深度合作的基地拥有优先采购权以保证商品的稳定供应。这种合作的建立需要家家悦和生产基地互相验证、建立互信并形成长期合作机制，无论是公司稳定销路的验证、基地高品质稳定供

给的验证都是在长期大量磨合试错中完成的，短期之内难以逾越。

图 20、家家悦已形成稳定采购网络

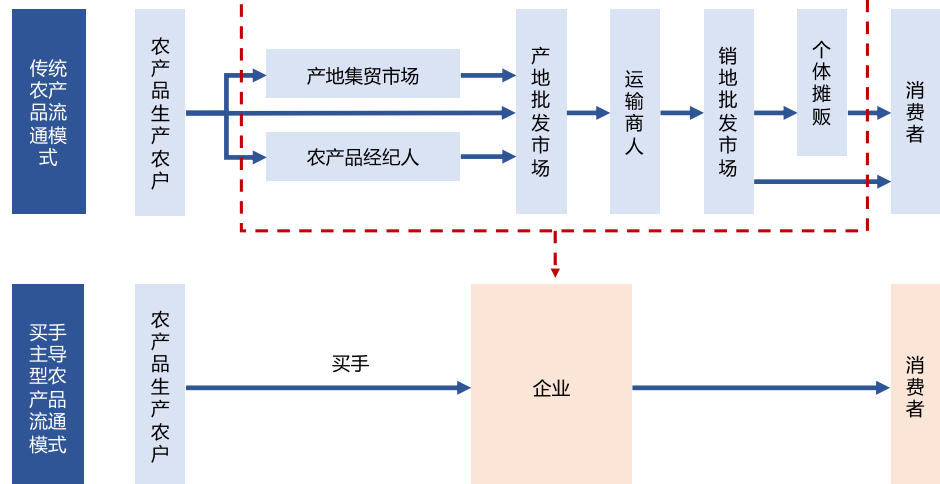


资料来源：家家悦招股书说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 永辉超市的买手团队：以体系化运作为基石，积累时间与学习成本

当地采购—“买手”文化：公司“生鲜买手”深入农田，取代“农产品经纪人”职能主动寻找当地种植农户合作，旨在提供新鲜丰富受众喜爱的生鲜产品，把控企业灵魂货源。降低企业采购成本，做到无中间环节的直接采购，最大限度减少流通环节，降低损耗。“买手”承担商品开拓、品类管理和信息传递功能。

图 21、传统农产品流通模式→买手主导型农产品流通模式



资料来源：《生鲜农产品供应链发展及其模式设计》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、商品知识+品类管理+商品营销=“生鲜买手”



资料来源：《向生鲜买手要利润》，兴业证券经济与金融研究院整理

与“买手”相比，生鲜采购员则更注重交易条款，比如商品进价，进场费用，返点，付款帐期等等；而“买手”更注重品相差异化与供应链建设，努力开发质优价廉的商品。“买手”对商品的了解程度，直接决定了所采购商品的市场竞争力。“买手”作为供应链环节第一环，向上面对广泛农户，要求掌握当地农产品资源，克服地方保护主义，了解当地农产品生产周期与季节规律，对农产品品种质量有必要的鉴别能力，对相应产地的产量和价格波动敏感；向下面对物流运输及需求终端，要求其精通农产品营销渠道，品类管理相当熟悉，能合理安排生产、收获及转运计划。

表 10、“生鲜买手”更侧重于商品开发，对接供应链运输

	工作方向	工作地点	类型	岗位要求
采购员	注重交易条款，比如商品进价，进场费用，返点，付款帐期等等。	谈判间	食利型	对口才的要求较高，不需要太多专业知识，对品类与供应链要求不高。
生鲜买手	注重品相差异化与供应链建设，努力开发质优价廉的商品。	田间地头	开拓型	对商品的产地、属性、口感、价格相对熟悉；对品类管理、渠道建设以及配送方式要求相当严格。

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

永辉超市生鲜产品采用“基地采购”+“当地采购”为主的采购渠道，直采占比>60%。公司拥有 1000+人的强大的、经验丰富的“生鲜买手”团队，以 842 万字的采购手册指导标准化管理，深耕全国广阔农田保证公司货源价格低、品质好。团队掌握着全国各地生鲜产品的价格、质量和生长周期等信息，生鲜采购技术已形成公司技术壁垒。

我们认为永辉在“买手制”方面的壁垒在于以下方面：

- 1) 培养买手的时间和学習成本短期内难以超越。首先，买手的是公司在十余年间经营的同时逐渐培养起来的。和 Costco 相似，永辉通过提供稳定增长的、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

行业领先的薪酬水平或给予股权的方式，以及良好的公司文化，多管齐下使得团队稳定性高（前期的买手可能是管理层的亲信或亲属），买手在充分了解公司文化的基础上逐渐建立其对于生鲜单品采购的体系认识。**这种时间成本和学习成本是公司的隐形资产。**

- 2) 采购体系和品牌影响力是买手工作的基石。**永辉的买手机制并不是仅仅依靠一个个买手单枪匹马可以解决问题，而是形成了体系、平台和独特的方法论。与 Costco 相似，永辉的买手也可以被竞争对手“挖走”，但永辉所建立的体系难以被复制，新平台即使可以提供更高的薪水和工作环境，体系上的差异可能导致采购工作难以顺利推进。同样，买手与最上游的稳定关系中永辉作为全国生鲜采购龙头的背书也是极为重要的，这种在部分地区建立起来的品牌声誉是短时间难以超越的。
- 3) 全国采购视野和对数字化流程的适应决定买手对于批发商的优势。**对于生鲜品类的深入了解并不是买手的唯一竞争力，因为广大批发商经营单一或几个品类商品可达十余年，对于当地品类了熟于胸。但批发商无法成为买手的核心原因在于，买手在长期工作中累积的是全国，甚至全球采购视角，他们对于不同地区、不同时间的不同单品拥有深度理解并且可以跨区、统一调配采购，视野的高度决定其采购过程可以缓解部分季节、气候等非人为因素。同时，永辉买手对于企业数字化、流程化采购的适应也是普通农产品经营者无法比拟的。

4.2、基础夯实的规模优势形成的壁垒

通过长期、稳定的扩张所形成的的基础牢固的规模优势本身就是企业极为重要的壁垒之一，并表现在多个方面：

- 1. 采购和销售规模提升议价能力。**前文阐述的生鲜企业在农产品价格大幅波动的情况下实现更加稳定的销售和利润，需要通过长期、大规模的采购实现采购成本的相对稳定，并且通过客户粘性实现销售价格的相对稳定。
- 2. 规模优势和造血能力支撑可持续的资本投入。**规模优势体现在拥有资本的规模上，例如近年来专职供应链服务的企业以及从下游向上游整合供应链的企业兴起，其基础是前期大量的资本投入，包括供应链的信息化、机械化建设以及核心地理位置的生鲜门店的铺设。资本投入可以通过风投、融资解决，但由于供应链需要达到一定规模才能实现效益，在新业态的盈利模式未能明确的情况下，资本投入是否可以支撑到盈利阶段，是当前新型生鲜业态面临的严峻问题。而已经形成稳定的造血能力的企业，可根据盈利情况调整投入规模，形成良性循环。
- 3. 更高的风险承受能力。**对于初创企业，一次极端天气、一次商品断供或一次价格战可能导致大面积亏损倒闭，而规模化企业风险承受能力大大提高。

此外，规模优势的确立需要时间的积淀，短时间大规模的资本投入铺设的门店和供应链网络可以实现议价能力的快速提升，但零售渠道是劳动密集型产业，且直接面对消费者，在精细化管理、人员配置方面往往出现问题。

总结：通过分析国内当前的多级供应链的现状和发展历程来看，在 1996 年之前政府调控是影响农产品种植和流通市场的主要因素，农产品市场经历了开放、封闭再逐渐开放的过程，随着开放程度的逐渐提升，地区供需不平衡催生了一大批流通商的出现来满足消费者日益增长的需求。在这个过程中随着层级的增加，农产品由田间到餐桌的加价倍率逐渐提升。但需要明确的是，多级、繁复的供应链是当前极为分散的种植和消费体系、国内个体较低的教育和资产水平以及众多原因共同的结果，是有意义、并且适应当前国情而将在未来长期持续存在的。

但是，由于每一环节不同因素所产生的超额收益，以及一些多余成本导致的系统性损耗，多级供应链中仍有极大的利益值得挖掘，并将创造价值。我们不否认通过持续的、大规模的资本投入将催生一批极具实力的供应链服务企业以及生鲜终端零售商，但优秀的企业如永辉超市、家家悦等通过多年深耕供应链建立起了时间、学习及规模壁垒是新型资本型企业难以短期超越的。未来随着农产品种植单位集中度的提升、生鲜标准化的提升以及下游需求的整合，生鲜供应链的整合企业有望持续发掘多级供应链中的价值并诞生如美国 Sysco 一般的食品供应链巨头。

推荐标的：

- **永辉超市**前期引入战投和股权转让的方式减少对永辉投资及云创的持股比例，合理控制创新业务亏损；受让万达股权利好未来展店；董事会架构调整避免同业竞争也为公司带来更多资源，我们认为公司以大供应链和大数据科技部为基础回归云超主业，辉腾 2.0 系统持续推进，公司业绩和股价将呈现逐步向上的走势，预计 2019 年 4 月 8 日收盘价对应的 19、20 年 PE 为 40.1、30.7 倍（EPS 为 0.23 元、0.30 元）。
- **家家悦**生鲜优势明显，强化区域密集布局，合伙人机制激发潜力，同店大幅提升叠加供应链优化，市场地位有望持续提升，预计 2019 年 4 月 8 日收盘价对应的 19、20 年 PE 为 23.4、19.5 倍 PE（EPS 为 1.07 元、1.28 元）。

风险提示：CPI 下行超预期，行业整合不及预期，国家扶持政策不及预期

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn