

2020年02月06日

看好

## 相关研究

"家家悦 (603708) 深度: 以“鲜”利其器, 全国扩张正当时" 2019年6月21日

"永辉超市 (601933) 深度: 和时间赛跑, 从 mini 店看永辉的成长空间" 2019年3月1日

## 证券分析师

赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com

## 联系人

赵令伊  
(8621)23297818×转  
zhaoly2@swsresearch.com

## “宅经济”催生到家新需求，生鲜电商迎黄金期

## ——展望疫情下商贸零售行业的发展

## 本期投资提示:

- **“非典”疫情对市场形成短期冲击，2003Q2 社零增速呈“V型”走势。**非典疫情集中于2003Q2 发展较快，商业贸易板块跌幅居前。疫情对社零消费短期拖累较为明显，2003年5月社零增速同比仅4.3%，环比回落3.4pct，疫情平息后消费迅速反弹并在2004年创新高；必选消费类日用品、粮油、食品饮料等在疫情期间稳健增长，CPI受疫情影响较小。而可选消费纺织服装、金银珠宝类回落幅度较大，但疫情过后均恢复至疫情前甚至更高的水平。
- **新型业态景气上升，疫情推动电商发展。**非典疫情重灾区北京市市场客流量显著下降，百货业景气明显回落。相较而言，消费者去社区超市和便利店频次增加，根据北京市商委的统计，北京10家重点连锁便利企业2003上半年新开店260家，实现销售额9.1亿元，同比增长63%。电子商务拥有不受时间空间限制、无需人员接触往来的优势，能有效的帮助企业克服“非典”造成的商务隔离危机，打通新的业务渠道。电商在非典时期被空前强化后被人们普遍接受，网上交易额大幅攀升。
- **商超保民生抗疫情，到家业务放量。**全国多家连锁商超企业众志成城，抗击疫情。永辉超市、苏宁易购、家家悦、红旗连锁、步步高以及湖北本地商业鄂武商、中百集团等，纷纷做出“不涨价、不缺货、不打烊”承诺，充分发挥供应链优势，加大相关物资的采购和调配力度，备货量均为日常供应2-5倍。新型冠状病毒感染肺炎疫情下，消费者居家隔离防控病毒，更倾向于选择“送货到家”服务，带来商超线上销售激增。2020年除夕至正月初三期间，京东到家全平台销售额同比去年春节增长540%，超市商品销售额同比去年春节增长600%。其中，粮油副食、日配冷藏、水果蔬菜和肉类成为销售额最高的品类。
- **生鲜电商逆势而上寻求突围，强供应链管理能力的公司有望胜出。**生鲜业务具有刚需、高频、广覆盖的特点。生鲜市场规模近5万亿，此前电商渗透率不足5%。疫情当下居民网购意愿加强，生鲜行业渠道变革加速。生鲜电商春节期间订大幅增长，每日生鲜除夕至正月初四，平台实收交易额较去年同期增长321%，预计春节七天总销量将突破4000万件。新兴渠道快速发展，线上需求激增带来销量的同时也考验企业的应急能力。强供应链管理能力的公司能够通过自己的采配系统高效组货，满足居民节日需求和日常储备，减少因缺货、供应不足带来的损失。
- **投资建议：**我们认为疫情对零售行业带来阶段性影响，可选消费回落明显，必选消费需求稳定，新兴业态如生鲜电商增速加快。新型冠状病毒感染的肺炎疫情下，生鲜渠道加速变革，超市行业进一步规范，线上买菜需求大幅增加。我们预期CPI将维持温和通胀态势，到家消费需求激增，超市行业韧性十足。相关标的：永辉超市、苏宁易购、家家悦、红旗连锁、中百集团；海外：阿里巴巴、京东、拼多多。
- **风险提示：**疫情持续时间加长、影响范围加大、消费需求不达预期等。



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资建议

我们认为疫情对零售行业带来阶段性影响,可选消费回落明显,必选消费需求稳定,新业态如生鲜电商增速加快。新型冠状病毒感染的肺炎疫情期期间,生鲜渠道加速变革,超市行业进一步规范,线上买菜需求大幅增加。我们预期 CPI 将维持温和通胀态势,到家消费需求激增,超市行业韧性十足。

相关标的:永辉超市、苏宁易购、家家悦,红旗连锁、中百集团。

海外:阿里巴巴、京东、拼多多。

### 原因及逻辑

1. 复盘非典疫情期间,必选消费需求稳定,保持稳健增长。连锁超市、便利店等新业态上升,无接触、不受时空约束的电子商务被人们普遍接受,网上交易额大幅攀升。

2. 新型冠状病毒感染的肺炎疫情下,消费者居家隔离防控病毒,更倾向于选择“送货到家”服务,带来商超线上销售激增。

3. 突发疫情对消费需求的影响考验企业的应急能力,强供应链管理能力的企业能建立现代化的生鲜直接采购体系,从信息流、物流、资金流维度解决中间环节多、物流效率低、门店精细化运营难和履约成本高的生鲜电商痛点。

### 有别于大众的认识

近期市场可能会对超市板块公司2020年的经营情况产生担忧,我们认为疫情之下,超市不停业、不涨价、保供应,到家服务需求激增,春节期间销量大幅增长。强供应链管理能力的公司应急能力强,一季度业绩有望保持高增长。此次疫情凸显了生鲜电商价值,强化了生鲜龙头企业的长期逻辑与成长趋势,并且还可能促进尾部供给加速出清,改善行业供需格局。

## 目录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>1. 03年非典疫情下的“危”与“机” .....</b> | <b>6</b>  |
| 1.1 市场表现受短期冲击，商业贸易跌幅居前 .....     | 6         |
| 1.2 社零增长短期受挫，CPI受疫情影响较小 .....    | 7         |
| 1.3 新型业态景气上升，疫情催生电商发展 .....      | 10        |
| <b>2. 当前疫情下，零售企业如何应对 .....</b>   | <b>13</b> |
| 2.1 不停业不断货，不涨价保供应 .....          | 13        |
| 2.2 服务走出门店，商超到家业务放量 .....        | 15        |
| <b>3. 着眼未来，疫情或推动生鲜行业变革 .....</b> | <b>16</b> |
| 3.1 足不出户，生鲜电商春节订单激增 .....        | 16        |
| 3.2 商业模式创新迭出，供应链构筑竞争壁垒 .....     | 18        |
| <b>4. 投资建议与风险提示 .....</b>        | <b>22</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2003 年非典和 2020 年新型冠状病毒肺炎发展时间线对比..... | 6  |
| 图 2: 非典疫情期间的市场表现.....                     | 7  |
| 图 3: 中国大陆地区 SARS 疫情地图 .....               | 7  |
| 图 4: 2003 年社零总额增速呈“V 型” .....             | 7  |
| 图 5: 2003 年 1-5 月累计同比增速 8%.....           | 7  |
| 图 6: 2003 年社零消费结构以吃穿基本生活需求为主 .....        | 8  |
| 图 7: 2003 年城镇人均可支配收入为 8472 元/年 .....      | 8  |
| 图 8: 2003 年第二产业占比 GDP 比重最大.....           | 8  |
| 图 9: 食品饮料、日常用品类增速稳健 .....                 | 9  |
| 图 10: 百货相关可选消费增速阶段性下挫.....                | 9  |
| 图 11: 地产后周期消费需求拉动高速增长.....                | 9  |
| 图 12: 汽车相关消费受需求拉动较大, 增速较快 .....           | 9  |
| 图 13: CPI 受疫情因素影响较小.....                  | 10 |
| 图 14: 食品 CPI 中鲜菜类物价波动较大.....              | 10 |
| 图 15: 代表百货企业 2003Q2 营业收入下降明显 .....        | 10 |
| 图 16: 代表百货企业 2003Q2 经营出现亏损.....           | 10 |
| 图 17: 2003 年 Top10 零售企业以百货业态为主 .....      | 11 |
| 图 18: 北京各大商场 2003 年五一客流量大幅下降 .....        | 11 |
| 图 19: 连锁超市企业营业收入受疫情影响小 .....              | 11 |
| 图 20: 连锁超市企业净利润受疫情影响小.....                | 11 |
| 图 21: 中百仓储春节不打烊.....                      | 14 |
| 图 22: 新型冠状病毒感染肺炎疫情全国分布 .....              | 14 |
| 图 23: 线下商超通过第三方电商平台发展线上业务 .....           | 16 |
| 图 24: 生鲜电商发展历史复盘 .....                    | 17 |
| 图 25: 生鲜电商 MAU 头部效应明显.....                | 17 |
| 图 26: 资本向头部企业集中的趋势愈发明显 .....              | 17 |
| 图 27: 生鲜电商渗透率有望进一步提升 .....                | 18 |
| 图 28: 生鲜购买渠道主要集中在农贸市场.....                | 18 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 29: 中国生鲜产业链 .....              | 19 |
| 图 30: 生鲜电商代表企业商业模式对比 .....       | 20 |
| 图 31: 北京市前置仓模式生鲜电商盈利测算 .....     | 21 |
| 表 1: 2003 年零售企业销售额前十名 .....      | 12 |
| 表 2: 非典期间网上交易大幅增长 .....          | 12 |
| 表 3: 零售企业不涨价不停业, 保民生抗疫情 .....    | 14 |
| 表 4: 超市到家业务春节放量, 增速高企 .....      | 16 |
| 表 5: 生鲜电商春节订单大幅增长 .....          | 18 |
| 表 6: 成本高企、管理粗放是导致生鲜电商关停的主因 ..... | 21 |
| 表 7: 商业贸易行业重点公司估值表 .....         | 24 |

# 1. 03 年非典疫情下的 “危” 与 “机”

## 1.1 市场表现受短期冲击，商业贸易跌幅居前

非典疫情集中于 2003 年第二季度，北京和广东确诊人数较多，市场表现短期大幅波动。非典第一例患者发现于 2002 年 12 月 15 日广东省河源市；2003 年 3 月 6 日，北京接报第一例输入性非典病例；截止 2003 年 5 月 18 日，全国累计确诊非典病例 4698 人，其中北京确诊 2434 例，广东确诊 1514 例。2003 年，A 股商贸零售行业上市公司主要以百货零售业态为主，受非典疫情影响较大。SARS 导致 A 股大幅下跌期间（2003/4/16-2003/4/25），上证综指下跌 8.8%，商业贸易（申万）下跌 7.1%。SARS 导致 A 股下跌后反弹期间（2003/4/25-2003/6/2），上证综指上涨 6%，商业贸易（申万）上涨 1.1%。商贸零售业跌幅居前，非典疫情在 6 月中旬进入尾声、结束后行情受当时行业竞争加剧等其他因素影响持续走低。

图 1：2003 年非典和 2020 年新型冠状病毒肺炎发展时间线对比



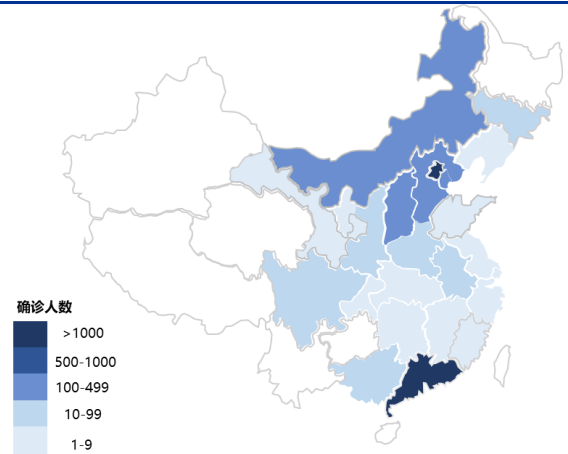
资料来源：国务院新闻办公室，国家及各省市地区卫健委，申万宏源研究；注：统计于 2020 年 2 月 4 日

图 2：非典疫情期间的市场表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：中国大陆地区 SARS 疫情地图



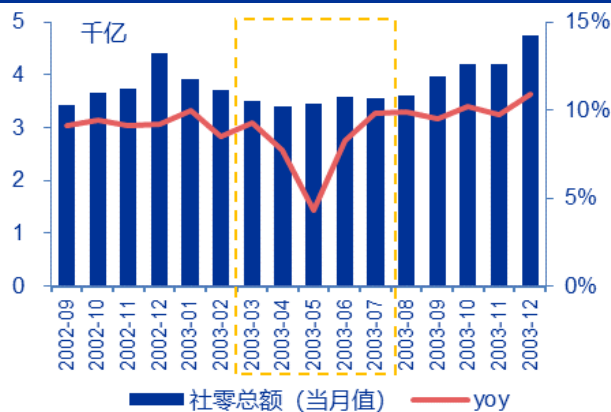
资料来源：国家及各省市地区卫健委，申万宏源研究；

注：该确诊人数统计于 2003 年 5 月 18 日

## 1.2 社零增长短期受挫，CPI 受疫情影响较小

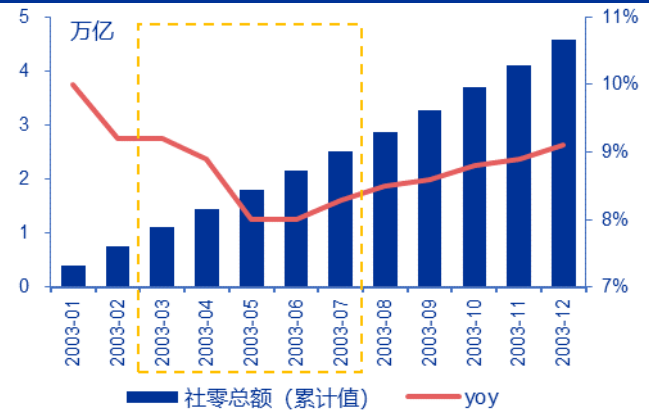
非典疫情对社零消费的短期冲击较为明显，5 月社零增速下降到 4.3%。非典疫情在 2003 年 5 月发展较快，社会消费品零售增速同步回落，5 月社零增速当月同比仅 4.3%，环比回落 3.4pct，1-5 月累计同比增速 8%。6 月疫情显著缓解，社零增速即迅速回升，呈“V 型”反弹，显示疫病对商品消费的冲击是暂时性的、与疫情同步性强。

图 4：2003 年社零总额增速呈“V 型”



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 5：2003 年 1-5 月累计同比增速 8%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2003 年 GDP 第三产业占比 42%，人均可支配收入 8472 元/年，社零消费结构中以吃穿基本生活需求为主。参考限额以上企业商品零售额，与 2019 年做对比，2003 年汽车相关类社零占比偏低，仅占比 25%，而粮油食品、中西药品、烟酒饮料、日用品等必选消费占比 31%，比重最高。此外，可选消费中与百货销售相关度大的化妆品、金银珠宝和纺织服装类占比 16%，地产相关零售额占比 12%，文娱通讯类占比 7%。彼时，以制造业、建筑业为主的第二产业占比 GDP 比重最高，高达 46%，以服务业为主的第三产业占比仅 42%。

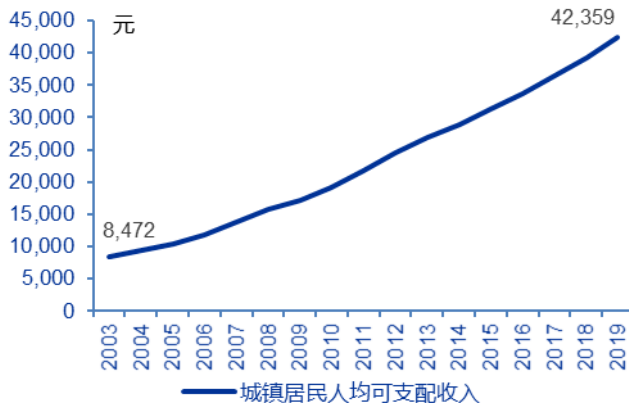


图 6：2003 年社零消费结构以吃穿基本生活需求为主

|                | 限额以上企业商品零售额 (亿) |               | 各品类占比      |            |
|----------------|-----------------|---------------|------------|------------|
|                | 2003年           | 2019年         | 2003年      | 2019年      |
| 汽车             | 1,482           | 39,389        | 14%        | 26%        |
| 石油及制品          | 1,196           | 20,042        | 11%        | 13%        |
| <b>汽车相关类小计</b> | <b>2,678</b>    | <b>59,431</b> | <b>25%</b> | <b>40%</b> |
| 粮油、食品          | 1,272           | 14,525        | 12%        | 10%        |
| 日用品            | 533             | 6,111         | 5%         | 4%         |
| 中西药品           | 895             | 5,907         | 8%         | 4%         |
| 烟酒             | 397             | 3,913         | 4%         | 3%         |
| 饮料             | 201             | 2,099         | 2%         | 1%         |
| <b>必选消费类小计</b> | <b>3,298</b>    | <b>32,556</b> | <b>31%</b> | <b>22%</b> |
| 纺织服装           | 1,321           | 13,517        | 12%        | 9%         |
| 化妆品            | 207             | 2,992         | 2%         | 2%         |
| 金银珠宝           | 163             | 2,606         | 2%         | 2%         |
| <b>百货相关类小计</b> | <b>1,690</b>    | <b>19,115</b> | <b>16%</b> | <b>13%</b> |
| 建筑及装潢材料        | 95              | 2,061         | 1%         | 1%         |
| 家用电器和音像器材      | 1,127           | 9,139         | 11%        | 6%         |
| 家具             | 79              | 1,970         | 1%         | 1%         |
| <b>地产相关类小计</b> | <b>1,301</b>    | <b>13,170</b> | <b>12%</b> | <b>9%</b>  |
| 通讯器材           | 211             | 4,839         | 2%         | 3%         |
| 书报杂志           | 295             | 1,333         | 3%         | 1%         |
| 文化办公用品         | 188             | 3,228         | 2%         | 2%         |
| 体育、娱乐用品        | 79              | 694           | 1%         | 0%         |
| <b>文娱通讯类小计</b> | <b>773</b>      | <b>10,094</b> | <b>7%</b>  | <b>7%</b>  |
| 其他             | 211             | 4,200         | 2%         | 3%         |

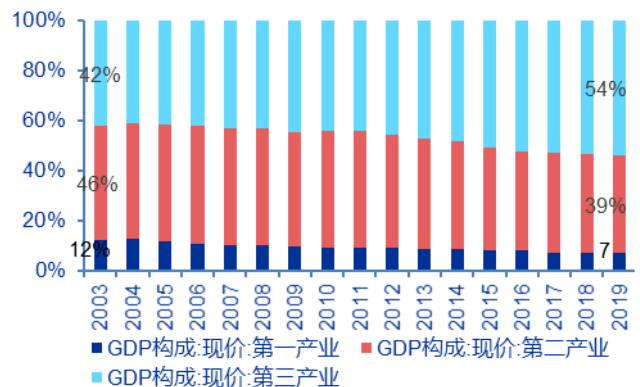
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 7：2003 年城镇人均可支配收入为 8472 元/年



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 8：2003 年第二产业占比 GDP 比重最大



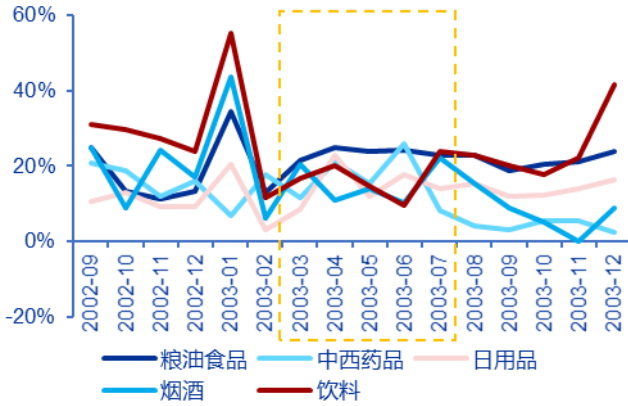
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

疫情期间，必选消费增长稳健，可选消费承压。从各类限额以上零售品消费的表现来看，1) 食品饮料类增长稳健。中西药品类，日用品类，粮油、食品、饮料、烟酒类等必选消费在疫情期间保持稳健增长，增速维持在 20%左右；2) 百货相关品类增速回落明显，化妆品呈现出一定抗周期。非典期间，由于出行不便，担心在商场人群密集的地方被病毒感染，居民减少了购物活动和在外就餐及娱乐次数，导致可选消费品总体需求下降，与百货销售相关的金银珠宝、纺织服装、文化办公等品类在 2003 年第二季度呈现“V 型”走势，其中金银珠宝和纺织服装 5 月当月同比增速跌幅达到-15.8%、-7.6%，但疫情过后均恢复至疫情前甚至更高的水平；3) 地产后周期和汽车类消费受疫情影响较小。建筑及装潢材料



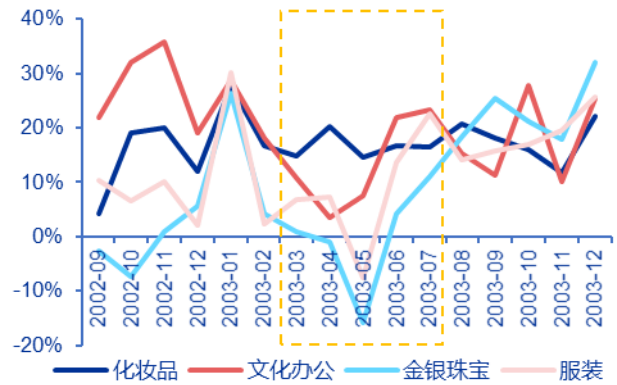
类，由于非典期间原本装修的居民被迫推迟而得到集中释放，带动此类商品增长，维持在20%以上的增速。同样，汽车消费受当时市场需求拉动销量大幅提升，维持50%左右的高速增长，受非典疫情影响较小。

图 9：食品饮料、日常用品类增速稳健



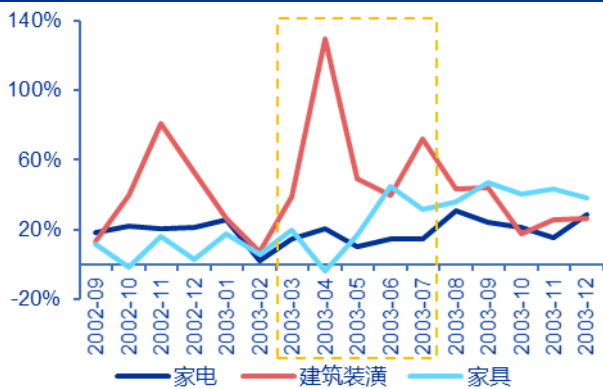
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 10：百货相关可选消费增速阶段性下挫



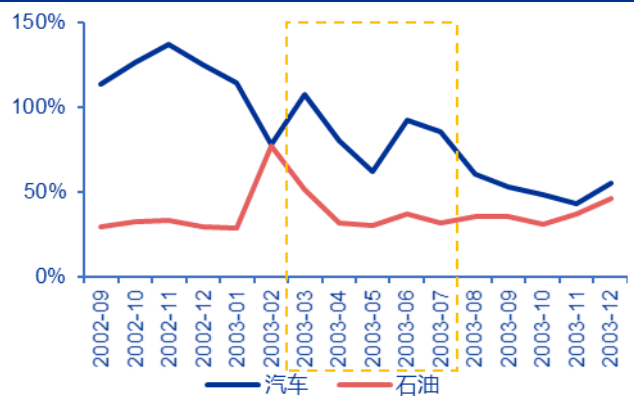
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 11：地产后周期消费需求拉动高速增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

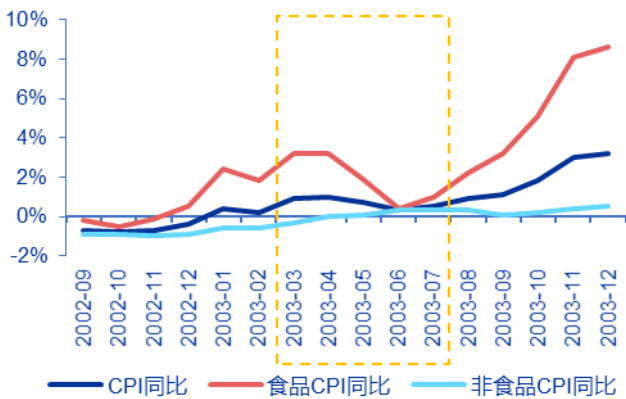
图 12：汽车相关消费受需求拉动较大，增速较快



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

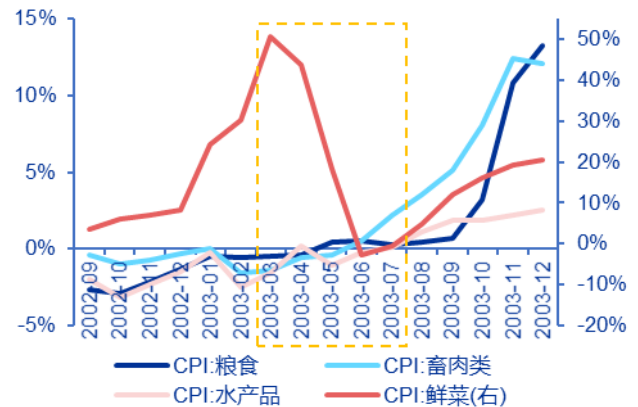
**CPI 受疫情影响较小，食品 CPI 波动较大主要受 2002 年寒冬所致。**2003 年第二季度 CPI 维持在 1%以内，食品 CPI 全年呈现 Q1 上升、Q2 回落再上升的走势，主要受季节因素影响。具体来看，粮食/畜肉/水产品/鲜菜 CPI 在 2003 年 5 月增速分别为 0.4%/-0.4%/-1.1%/18.3%，其中，受 2002 年寒冬因素，鲜菜 CPI 从 2003 年 3 月达到顶点 50.7%，逐渐回落到 6 月份-2.9%，下半年反弹上升至 12 月 20.5%的增速。

图 13: CPI 受疫情因素影响较小



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

图 14: 食品 CPI 中鲜菜类物价波动较大

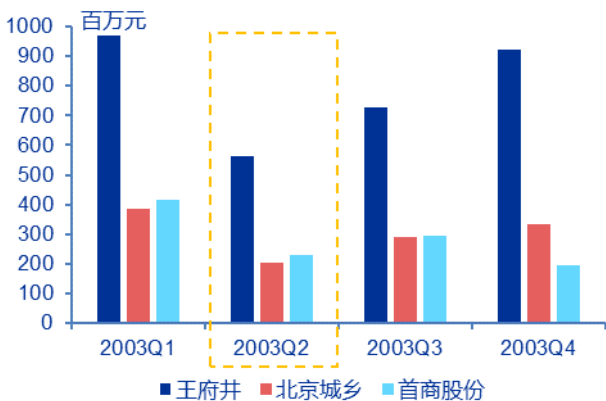


资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

### 1.3 新型业态景气上升, 疫情催生电商发展

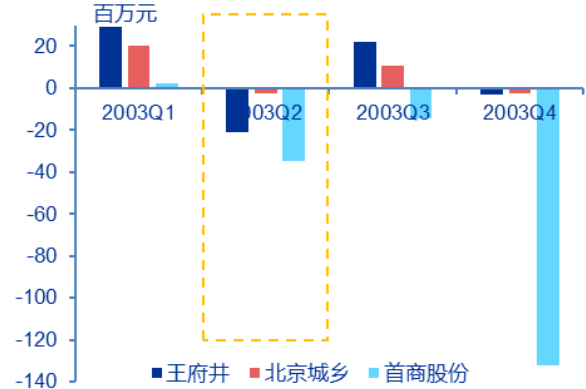
北京商场客流量显著下降, 百货业景气明显回落。从 2003 年 4 月 20 日直到“五一”期间, 北京市商委的监测显示, 全市 10 家主要大型商场销售收入降幅达 60%以上, 客流量降幅在 70%-80%左右, 流动人口较大的王府井、西单地区下降幅度达到 80%-90%。国家信息中心对 26 个城市商场监测表明, 受非典影响, 统计的 175 个商场营业额平均增长 3.57%, 同比增幅出现较大回落。其中, 北京 10 个商场上半年实现营业收入 39.16 亿元, 同比下降 20%。北京地区零售上市企业整体经营情况在一季度增长良好, 第二季度的“非典”重创阶段, 销售、毛利和利润出现大幅度下滑, 非典疫情结束后三季度呈现反弹恢复稳步上升。其中, 位于核心商圈、经营百货的王府井在 2003Q1/Q2/Q3 分别实现 9.7/5.6/7.3 亿元营业收入, 实现 0.29/-0.21/0.22 亿元净利润。

图 15: 代表百货企业 2003Q2 营业收入下降明显



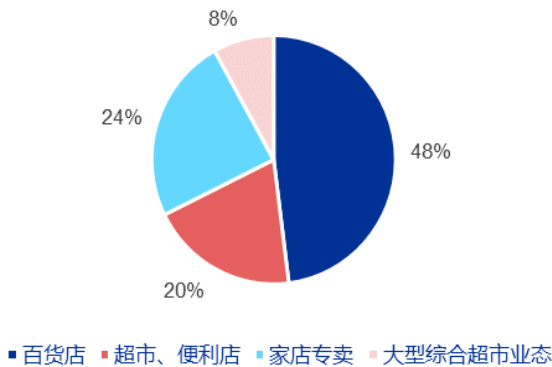
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 代表百货企业 2003Q2 经营出现亏损



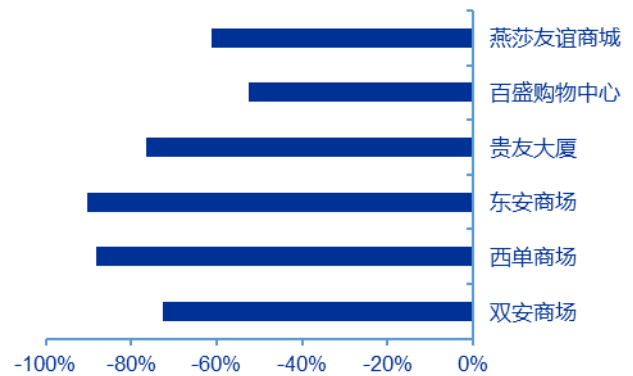
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 注: 首商股份 2003Q4 大幅亏损主因西单商场被迫停业进行改造调整

图 17: 2003 年 Top10 零售企业以百货业态为主



资料来源: 中国商业联合会, 中华全国行业信息中心, 申万宏源研究

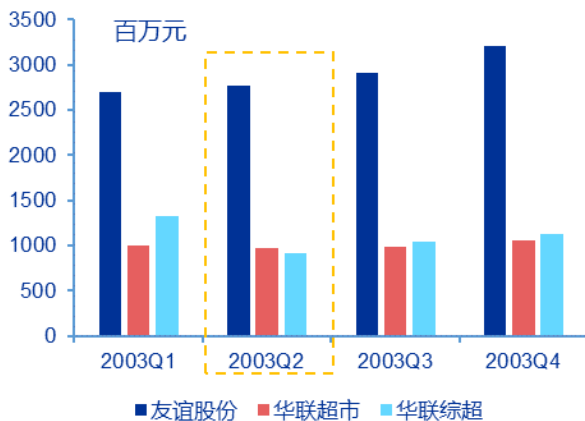
图 18: 北京各大商场 2003 年五一客流量大幅下降



资料来源: 北京市商委, 申万宏源研究

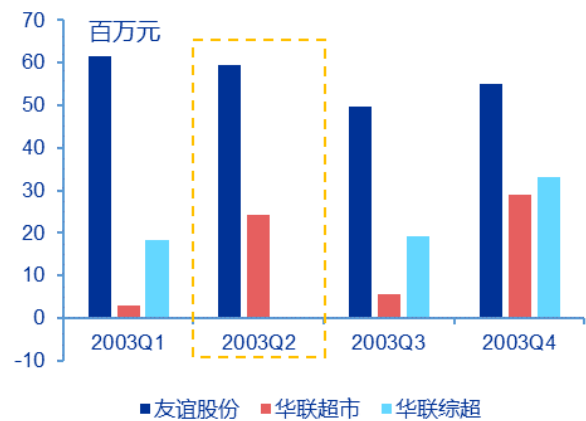
疫情期间, 消费者光顾商超便利店频次更高, 并开始尝试网上购物。(1) 商超便利店逆势上扬。非典时期, 经营日用品的社区超市和便利店凭借“就近方便、物美价廉、服务多样”而受到消费者的喜爱, 根据北京市商委的统计, 2003 年上半年北京 10 家重点连锁便利企业则新开店铺 260 家, 实现销售额 9.1 亿元, 同比增长 63%; 上海上半年连锁、便利店增长 30%。以连锁超市经营为主的友谊股份、华联超市、华联综超等 2003Q2 共实现 46.56 亿元营业收入, 同比增长 61%, 共实现净利润 0.84 亿元, 同比增长 14%, 受疫情影响小; (2) 非典期间, 会员制零售店短期受益。2003 年“五一”期间, 武汉三大零售商业上市公司武商、中商和中百整体销售额比去年同期整体下滑 11%, 其中购物中心业态商业零售额下滑幅度超过 50%。而唯一的会员制零售商麦德龙依旧景气, 销售额未减反增<sup>1</sup>。首先, 与一般卖场和超市相比, 会员制商店更安全, 因为持卡会员短期内比较稳定; 其次, 持卡会员消费能力较高, 注意安全防护, 购买量大; 而且, 武汉地区数十所高校和众多的工会组织都是麦德龙的会员, 在非典期间采购较多物资。非典疫情期间, 消费者更愿意尝试新场景、新方式购物, 推动零售业态更迭创新。

图 19: 连锁超市企业营业收入受疫情影响小



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 注: 友谊股份现已改名为百联股份, 华联超市现已改名为新华传媒

图 20: 连锁超市企业净利润受疫情影响小



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 注: 友谊股份现已改名为百联股份, 华联超市现已改名为新华传媒

<sup>1</sup> 于志国.非典难挡会员制零售店萧条[J].连锁与特许,2003(06):50-51.

参考 2003 年前 10 名零售企业销售情况，百货销售占比高，超市、便利店、专卖店增速更快：(1) 3 家以百货店为主的销售额为 803 亿元，同比增长 27.7%，销售额占比前 100 家比重为 19.4%；(2) 3 家以超市、便利店为主的销售额为 329 亿元，同比增长 33.5%，销售额占前 100 家比重为 8%；(3) 3 家以家电专卖为主的销售额为 405.7 亿元，同比增长 46.2%，销售额占比前 100 家比重 9.8%；(4) 1 家大型综合超市业态，销售额为 134.4 亿元，同比增长 25.65%，销售额占比前 100 家比重 3.3%。

表 1：2003 年零售企业销售额前十名

| 企业名称             | 主要业态     | 销售额(亿元) | 同比增长 (%) |
|------------------|----------|---------|----------|
| 上海百联 (集团) 有限公司   | 百货店      | 485     | 21.89    |
| 大连商场集团有限公司       | 百货店      | 182     | 42.18    |
| 国美电器有限公司         | 专业       | 178     | 63.29    |
| 北京华联集团投资控股有限公司   | 百货店      | 136     | 32.04    |
| 家乐福 (中国分部)       | 大超       | 134     | 25.65    |
| 上海农工商超市有限公司      | 超市\大超\便利 | 124     | 41.9     |
| 江苏苏宁电器连锁集团股份有限公司 | 专业       | 121     | 43.7     |
| 三联商社             | 专业       | 107     | 26.63    |
| 华润万家有限公司         | 超市\大超\便利 | 103     | 20.17    |
| 上海大润发有限公司        | 超市\大超\便利 | 102     | 39.28    |

资料来源：中国商业联合会，中华全国行业信息中心，申万宏源研究

非典爆发使人们不愿意接受面对面的服务，而以网络技术为基础的电子商务等现代信息手段受到空前的重视，电商交易网站会员大幅增加，网上交易额不断攀升。据当时全球最大的网上贸易市场和企业间电子商务网站阿里巴巴 2003 年 5 月 28 日宣布，在对超过 140 万家上网的中国中小企业与商人会员的抽样调查后发现，44% 的会员表示，“非典”对企业的业务没有影响或影响很小，而认为业务受到影响的企业中，只有 48% 的企业表示业务出现下降，其它的企业表示业务持平甚至上升。电子商务能有效的帮助企业克服“非典”造成的商务隔离危机，打通新的业务渠道。同时，“非典”使阿里巴巴网站各方面的业务指标一路走高，从 2003 年 3 月份开始，阿里巴巴网站每天新增供求商机数保持在 9000 条，4 月中旬达到 12000 条，5 月初达到 15000 条，比 2001 年和 2002 年长期保持的 3000 条增长了 3 至 5 倍。网上交易的异常火爆进一步促使阿里巴巴投资 1 亿元人民币，于 2003 年 5 月 10 日正式推出中国本土 B2C 个人网上交易平台淘宝，截至 2003 年 7 月 4 日，“淘宝”已拥有会员 1.7 万人，上网商品 6.2 万件，平均网页浏览量达 30 万人次，平均访问人次达 2.5 万人次。

表 2：非典期间网上交易大幅增长

| 类型           | 企业  | 非典期间经营情况  |
|--------------|-----|---|
| B2C 电子商务交易网站 | 易趣网 | 进入 2003 年 4 月以来，网上交易明显活跃，日成交量 4 万笔，日均交易额则从 3 月份的 180 万元猛增到 230 万元，同比增长 27.8%。从成交数量上看，易趣网上交易最热门的是“服装”和“化妆美容”两类，并且保健品、“84”药水、口罩的需求量都大幅攀升  |
|              | 卓越网 | 2003 年 4 月份前 20 天销售额即达到 1500 万元，日均订单量 5000 例，同比增长 25%；4 月份客户数比 3 月份增长了 1.5 倍。主打经营项目图书销售方面，4 月份的销售量达到 1500 本，而 3 月份的销售量为 1200 本，同比增长 25% |

|              |           |  |
|--------------|-----------|--|
|              | 当当网       | 2003年4月以来, 当当网的访问量比以前翻了一番, 销售额同比增长了30%。特别是防止非典的书籍更是成为销售热点, 已经卖出了两万多册, 销售量远高于平常书店   |
|              | 淘宝网       | 阿里巴巴投资1亿元人民币, 开发中国本土个人网上交易平台淘宝, 于2003年5月10日正式推出, 截至2003年7月4日, “淘宝”已拥有会员1.7万人, 上网商品6.2万件, 平均网页浏览量达30万人次, 平均访问人次达2.5万人次  |
| B2B 电子商务交易网站 | 阿里巴巴      | 从2003年3月份开始, 阿里巴巴网站每天新增3500名会员, 增幅在50%左右阿里巴巴网站每天新增供求商机数保持在9000条, 4月中旬达到12000条, 5月初达到15000条, 比2001年和2002年长期保持的3000条增长了3至5倍; 2003年一季度海外采购商对网上商业信息的反馈比去年第四季度增长了1倍, 对涉及服装服饰、家电、电子电工、纺织皮革、机械设备等领域前30位热门中国产品的检索总和比去年增长了近4倍 |
|              | 浙江华瑞      | 自2003年4月以来, 这三家网站的日访问量从原来的8万人次提升到13万人次。4月通过网络实现的交易额为3000万元人民币, 比2002年同期上升40%左右   |
|              | 实华开       | 非典期间, 不管是在交易额, 还是在询盘、订单的数量上都与前年同期有着显著的增加, 公司交易额增长了10倍, 订单额增长了7倍, 询盘数量增长了9倍   |
|              | 263网络集团   | 作为我国最大的电信级电子邮件运营商, 2003年“五一”期间, 该网站电子信箱每日新增用户超过200户, 网民在线时间比以往增长了20%。该公司5天取得营业收入360万元, 比2002年的七天长假收入增加了110万元   |
|              | 黎明网络公司    | 中国电子商务应用中心黎明网络公司加强了对证券公司、银行及用户的网上交易、移动证券、银证服务等多终端综合交易, 2003年4月网络交易量上升21%   |
|              | 商场网上购物平台  | 西单商场   |
| 国美电器         |           | 5月份以来, 国美电器的“网上商城”已经创造了每日成交25—30万元的历史纪录  |
| 上海永乐卖场       |           | 2003年5月以来, 网上订单比以往多出30%-50%  |
| 网络交易会        | 广交会电子商务平台 | 在2003年4月第93届广交会期间, 商务部决定以中国对外贸易中心、中国国际电子商务中心和中国机电商会等三家单位主办的网站为基础, 建立广交会电子商务平台, 帮助国内外企业开展网上洽谈和网上成交。据统计, 在为期十天的展会中以及4月21日至4月24日休会期间, 以上三家网站的访问量达到近6000万次, 比上一届广交会增长48%, 网上确认成交或网上意向成交超过3亿美元, 成为现场广交会的有力补充              |
|              | 中国国际贸易发展网 | 非典期间发来的求购信息络绎不绝, 过去每月近3000条, 而“非典”时期每天平均300多条, 增长了3倍多  |

资料来源:《喜近更应思远——“非典”对电子商务的影响》, 申万宏源研究

## 2. 当前疫情下, 零售企业如何应对

### 2.1 不停业不断货, 不涨价保供应

**提高基本民生类商品储备量, 适时延长春节营业时间。**受疫情影响, 市场需求高于往年, 不少超市和生鲜连锁出现果蔬销量骤增的情况, 商超企业均提前做好了春节民生商品囤货计划, 在门店端、物流端、外仓端等不同环节, 对米面粮油、蔬果肉禽等民生商品做好了商品储备工作, 供应量均为日常2-5倍。为保证疫情期间物价稳定, 不少企业还启动了应急预案, 积极调配人手, 确保门店日常运营, 严禁不良商贩在门店大肆收购商品进行倒卖。适当延长部分门店营业时间, 保证供应充足。



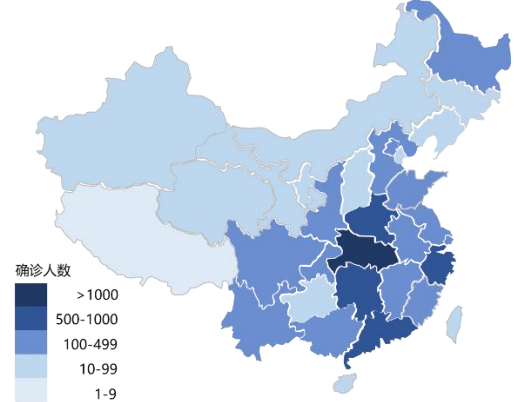
此次新型冠状病毒感染肺炎疫情期间，武商中百等本地商超保供应。湖北本地商超鄂武商、中百集团、中商等做出“不涨价、不缺货、不打烊”承诺，鄂武商超市蔬菜的备货量较同期翻番，中百超市将生鲜商品配送增至每日两次，春节期间日均配送 3300 吨，日均车次 400 车，确保门店不断货、不脱销。同时备足 84 消毒液、口罩等。此外，阿里巴巴、腾讯、京东等电商企业纷纷为疫区设立医疗物资供给专项基金、提供口罩等医疗救援物资。

图 21：中百仓储春节不打烊



资料来源：申万宏源研究；注：门店为湖北省随州市曾都区清河路 23 号中百仓储

图 22：新型冠状病毒感染肺炎疫情全国分布



资料来源：国家及各省市地区卫健委，申万宏源研究；注：该确诊人数统计截至 2020-02-04 11:56

表 3：零售企业不涨价不停业，保民生抗疫情

| 企业   | 经营情况   | 驰援行动  |
|------|--|---|
| 阿里巴巴 | 平台效应正在温暖中国年，全方位释放春节消费活力。数字化效应缩减了城乡之间的区域差异；消费依旧呈现升级态势，旅行、购物、餐饮以及文化娱乐等方面的消费数据均明显增长   | 淘宝调整 2020 春节发货时效要求，须在 2 月 12 日 24 时前发货；天猫激励 2020 年春节期间物流时效，合规订单每笔奖励 1 元；设立 10 亿元医疗物资供给专项基金，从海内外直接采购医疗物资，定点送往武汉及湖北的医院                                |
| 京东   | 全国范围内米面粮油等基本民生类商品需求激增；异地订单量同比增长 3 倍，尤其是发往一二线城市的订单大幅增加；遍布全国的消费者向湖北武汉等疫区发送大量医疗防护器材；居家母婴、健康、宠物、家电、娱乐等需求“反季节”增长；生鲜销量环比节前增长超 370%   | 捐赠现金 1000 万元；捐赠 100 万只医用口罩及 6 万件医疗物资。   |
| 拼多多  | 口罩、消毒液、体温计、板蓝根等医疗卫生用品和相关药品的销量快速增长  | 平台已启动特殊商品应急预案，对照历史价格，24 小时不间断地对口罩、消毒液、体温计、板蓝根等疫情相关产品进行监测；拼多多“百亿补贴”已实现对防疫相关医疗卫生用品和药品的全覆盖同时向湖北地区捐赠 100 万只医疗专用口罩，2 万套防护服，20 万只医用手套，以及 30 吨德国进口医用消毒液等物资 |
| 苏宁易购 | 在春节期间，苏宁零售云门店通过“线上社群+线下门店”双线服务的政策，同时 15000 多名零售云店主、店员上线提供社群服务；北京生鲜线上蔬菜、水果订单销售实现 200% 以上的增长，线下门店达到 328% 的增长，苏宁小店菜场线上订单环比增长 245% | 向武汉、襄阳两地共 20 家医院捐赠 400 套杀菌消毒灯，并由苏宁物流配送到位，助力新型冠状病毒感染肺炎疫情一线疫情的防控；已累计向武汉捐助物资达 500 万元 (eg:捐赠“雷神山 200 万家店等物资、捐赠武汉医院 60 万双医用手套)                           |

|      |   |  |  |
|------|---|--|--|
| 商超零售 | 鄂武商   | 每天营业, 调整营业时间内上午 10:00—下午 5:00; 增强物流运力, 物流员工节日期间轮班值守, 确保门店不断货、不脱销, 蔬菜的备货量较同期翻番  | 在武汉市内门店上架近 50 万个口罩, 承诺民生商品供应、不涨价   |
|      | 中百集团  | 中百集团连锁超市网点每天开门营业, 储备蔬菜 1600 吨、水果 3600 吨、肉类 1500 吨、鸡蛋 33 万公斤。当前日均配送 3300 吨, 日均车次 400 车, 峰值配送车次近 600 趟/日, 确保门店不断货、不脱销, 切实保障节日期间市场充足供应和物价平稳 | 蔬菜水果价格与市场价持平, 有些商品略低于市场价, 生活必需品保障供应。   |
|      | 大润发   | 为了保障持续供应, 门店商品采购量已达去年同期四至五倍  | 紧急调配武汉两家大润发的民生物资储备, 全力为武汉中心医院的医护人员, 提供必要的生活保障  |
|      | 永辉超市  | 永辉在 2020 年春节期间, 全力保障用户基础物资供应, 目前, 永辉生活·到家粮油储备、饮水、民生肉类、大米、蔬菜备货均是平时 1 - 3 倍供应量   | 启动民生商品及重点商品应急储备工作, 对宜囤商品在供应端、物流端、门店端进行 30 天左右的货量储备, 并定时复盘, 随时应对各区域、各门店的商品需求                |
|      | 家家悦   | 各种米、面、粮、油和生鲜食品等民生商品储备充足、供应稳定, 且家家悦承诺: 所有民生商品不涨价, 消费者可随时到门店购买   | 要求在岗的每位员工戴口罩、勤洗手、使用消毒液等, 强制要求做好个人防护措施  |
|      | 红旗连锁  | 红旗连锁 3100 家门店正常营业 (8:00-22:00), 疫情期间部分门店会根据实际情况作延时服务   | 位于武侯区簇桥、龙泉驿区西河、温江区的三大配送中心全员取消休假, 24 小时待命, 全力保障近 3100 家门店商品配送, 确保节日市场供应, 同时积极配合政府相关部门运送应急物资 |
| 步步高  | 2020 年 1 月, 步步高超市销售收入同比增长 43%, 线上到家业务环比增长 3 倍, 平均客单价超过 120 元。其中, 大年初一到初八, 线上订单销售占比超 10% | 步步高已经紧急启动海外采购, 协同五大海外公司, 从日本、欧洲、澳洲、新西兰、美国市场进行消毒水和口罩采购, 并采用包机的方式直运长沙  |  |

资料来源: 联商网, 亿邦动力网, 公司官网, 申万宏源研究

## 2.2 服务走出门店, 商超到家业务放量

**疫情当下隔离防护, 到家需求井喷。**近年, 实体商场纷纷通过入驻第三方电商平台、开通自营 APP 或者微信小程序发展线上“到家”业务, 服务周围 3 公里内社区, 满足消费者“1 小时购物”送货到家的便捷需求。第三方平台服务商主要有京东到家、多点、淘鲜达。

**新型冠状病毒感染肺炎疫情下, 消费者居家隔离防控病毒, 更倾向于选择“送货到家”服务, 带来商超线上销售激增。**2020 年除夕至正月初三期间, 京东到家全平台销售额同比去年春节增长 540%。其中, 粮油副食、日配冷藏、水果蔬菜和肉类成为销售额最高的品类。与此同时, 超市商品销售额同比去年春节增长 600%, 医药产品增长 430%, 水果和蔬菜均增长达 200%。

**抗疫情保民生, 抓住拓展线上渠道的战略机遇。到家需求井喷让商超积极储备物资, 开放更多的线上购买入口。**大润发、永辉超市等均根据平日供应量的 2-5 倍进行储备物资。步步高更是在大年初六正式上线“小步到家”服务, 首批覆盖湖南长沙西区 27 个社区。小步到家仅上线一个小时, 就突破了 1000 单。



图 23: 线下商超通过第三方电商平台发展线上业务



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究; 注: 仅展示部分代表企业

表 4: 超市到家业务春节放量, 增速高企

| 超市/第三方平台 | 春节运营情况  |
|----------|---|
| 永辉超市     | 永辉生活 APP 到家粮油储备是平时的 3 倍供应量; 饮水是平常 2.5 倍供应量; 海鲜河鲜贝类货源充足随时调货; 民生肉类根据平日供应量增加 5 成; 奶类商品是平时的 2-3 倍供应量; 大米是平时的 1-2 倍供应量; 蔬菜备货 20 万份以上, 是平时的 3 倍 |
| 红旗连锁     | 2019 年 11 月, 与美团、饿了么合作推出了红旗连锁到家业务, 用户可以享受分钟级即时配送, 进一步强化用户粘性, 增强用户体验。与美团合作一年来, 销售额同比增长了 400%, 公司还将与京东到家等进行合作                               |
| 步步高      | 2020 年 01 月 30 日, 正式上线“小步到家”服务, 首批覆盖湖南长沙西区 27 个社区。目前, 小步到家实行每天 2 次配送, 下单后 90 分钟达。步步高官方数据显示, 小步到家仅上线一个小时, 就突破了 1000 单                      |
| 京东到家     | 2020 年除夕至正月初三期间, 全平台销售额同比去年春节增长 540%。其中, 粮油副食、日配冷藏、水果蔬菜和肉类成为销售额最高的品类。与此同时, 超市商品销售额同比去年春节增长 600%, 医药产品增长 430%, 水果和蔬菜均增长达 200%              |
| 淘鲜达      | 在全国 29 省 165 城 570 家超市上线“无接触配送”服务, 大润发、新华都、绿地优选、卜蜂莲花、邯郸阳光、合肥红府、香江百货、中百仓储、欢乐爱家等 20 余家商超品牌接连公开表示, 正全力增加采购保障民生商品供应, 保证民生商品不会提价               |

资料来源: 联商网, 亿邦动力网, 申万宏源研究

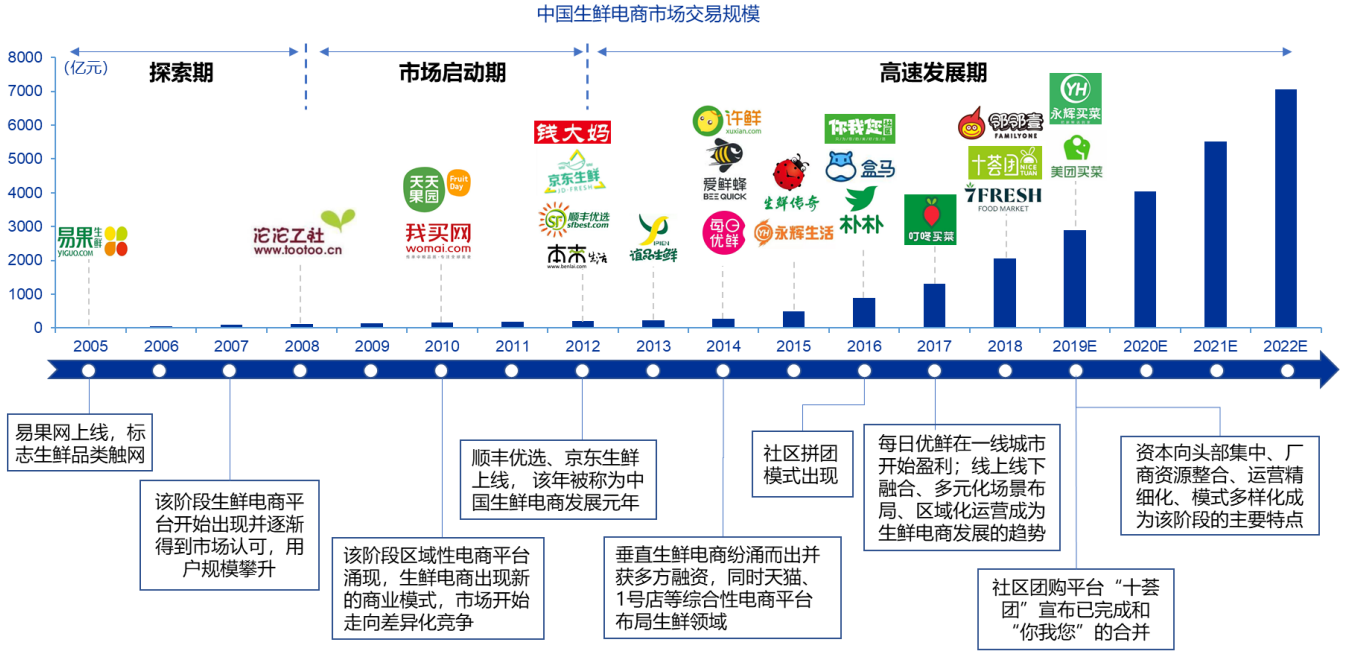
### 3. 着眼未来, 疫情或推动生鲜行业变革

#### 3.1 足不出户, 生鲜电商春节订单激增

15 年发展历程, 从地域性垂直生鲜平台到前置仓和社区拼团模式, 生鲜电商获千亿资金支持。从 2005 年易果网上线, 生鲜品类首次触网。到 2019 年 12 月钱大妈完成 D 轮融资, 或估值近 100 亿。15 年来生鲜电商行业融资近千亿元, 各种创新商业模式加速更迭。2014-2018 年中国生鲜电商交易规模复合增速高达 65%, 由于生鲜易损耗、毛利低, 消

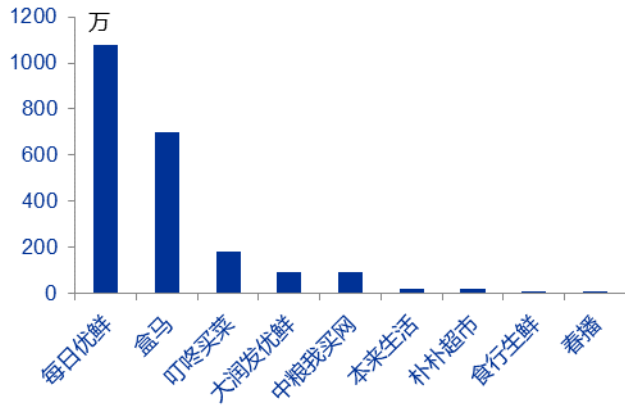
费者线上购买生鲜习惯还未培育成熟，大量中小型生鲜电商或倒闭或被并购，行业加速洗牌，用户和资金向头部集中。据统计，2018年9月，每日优鲜获腾讯领投的4.5亿美元资金，2019年9月，APP月均活跃用户破千万，位列第一。

图 24：生鲜电商发展历史复盘



资料来源：艾瑞咨询，公司官网，申万宏源研究

图 25：生鲜电商 MAU 头部效应明显



资料来源：Trustdata 移动大数据检测平台，申万宏源研究；注 数据统计于 2019 年 9 月

图 26：资本向头部企业集中的趋势愈发明显

| 时间       | 被投企业 | 融资轮次 | 投资方和投资金额               |
|----------|------|------|------------------------|
| 2018年8月  | 谊品生鲜 | A轮   | 由今日资本投资，融资金额亿人民币       |
| 2018年9月  | 每日优鲜 | D轮   | 腾讯领投，融资达4.5亿美元         |
| 2018年10月 | 美菜网  | 战略投资 | 顺为资本投资10亿人民币           |
| 2019年1月  | 邻邻壹  | A轮   | 今日资本领投，融资3000万美元       |
| 2019年3月  | 朴朴超市 | B轮   | 泰合资本领投，融资5500万美元       |
| 2019年3月  | 谊品生鲜 | B轮   | 腾讯入股谊品生鲜，持股比例预计10%-20% |
| 2019年6月  | 罗萝卜  | A轮   | 高领资本、晨兴资本投资6.34亿元人民币   |
| 2019年7月  | 生鲜传奇 | B+轮  | 嘉实投资领投，融资金额亿元          |
| 2019年8月  | 食行生鲜 | C+轮  | 易果集团、苏州高新创投投资2.5亿人民币   |
| 2019年10月 | 本来生活 | D轮   | 明德控股、北京电商、鼎晖资本等投资2亿美元  |
| 2019年12月 | 钱大妈  | D轮   | 基石资本领投，融资近10亿人民币       |

资料来源：公司官网，联商网，申万宏源研究

**万亿生鲜市场，电商渗透率不足 5%。疫情当下居民网购意愿加强，生鲜行业渠道变革加速。**据艾媒咨询数据，2018 年生鲜电商 MAU 为 262.2 万，渗透率为 3.4%。相比于综合电商 3.7 亿 MAU 和 70.3%的渗透率，生鲜电商市场发展前景广阔。新型冠状病毒感染肺炎疫情期间，淘鲜达在全国 29 省 165 城 570 家超市上线“无接触配送”服务，送货上门将物品放于指定地点，避免接触，减少病毒传染的可能性。**农贸市场暂停服务，超市和网购成为消费者首选，生鲜电商春节期间订单大幅增长，每日优鲜除夕至正月初四，平台实收交易额较去年同期增长 321%，预计春节七天总销量将突破 4000 万件；叮咚买菜春节期间每日订单量同比上月增长超过 300%，预计今年春节 7 天市民下单量将突破 400 万单。**

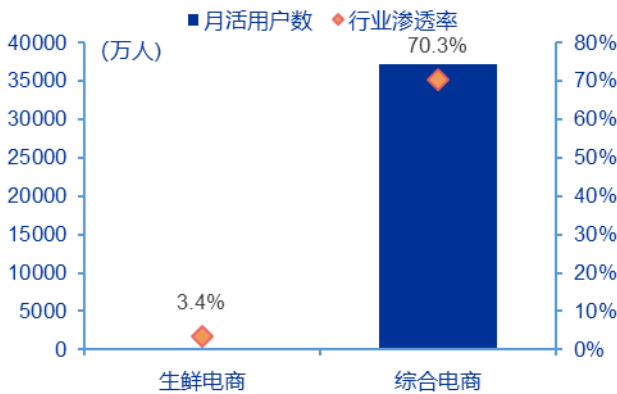
如今，新型冠状病毒感染肺炎疫情创造出的现实需求，改变着人们的消费习惯，加速生鲜渠道变革，有望成为推动生鲜电商发展的重要动力。

表 5：生鲜电商春节订单大幅增长

| 生鲜电商 | 春节经营情况   | 防控疫情   |
|------|--|--|
| 每日优鲜 | 除夕至正月初四，平台实收交易额较去年同期增长 321%，预计春节七天总销量将突破 4000 万件。其中，鲜菜、鲜果、鲜肉、水产以及防护口罩等需求量最大                  | 自初四起，平台每天可保障至少 500 万份果蔬肉蛋的供应，还将增加供应 50 万只口罩  |
| 叮咚买菜 | 春节期间每日订单量同比上月增长超过 300%，预计今年春节 7 天市民下单量将突破 400 万单   | 所有配送小哥及在岗员工佩戴口罩工作，并定期巡检，每天测量体温 3 次   |
| 朴朴超市 | 订单激增，商品挑选、包装、配送压力巨大  | 朴朴和供应商的大米储备量超过万吨，蔬菜、肉等物资原料供应充足   |
| 盒马鲜生 | 蔬菜和日常食品需求激增，消费者对生鲜食品的需求增长明显；北京 29 家盒马门店蔬菜相比平日 3 倍补货  | 确保盒马的货架上有商品，不断供、不打烊。同时每天免费给武汉红十字会医院、武汉第六医院提供早、中、晚三餐 300 份，免费为武昌区 21 家医疗单位供应食品物资 3144 份 |
| 美团买菜 | 春节期间，美团买菜北京地区的日均订单量为节前的 2-3 倍，并呈现持续上涨趋势。蔬菜、粮油副食、水果、肉禽蛋、海鲜水产等品类需求量较大，日均销量占比超过 60%，其中，蔬菜销量增速最快 | 全国覆盖“无接触配送”，在 34 座城市为医疗机构开通“绿色通道”，保障防疫一线食材供应   |

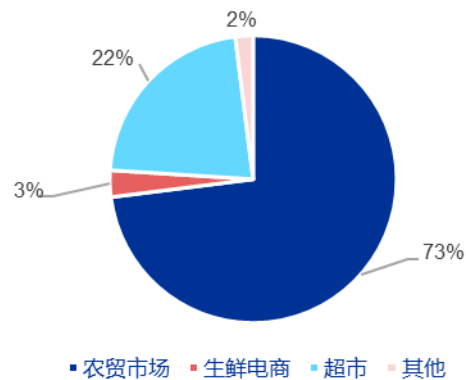
资料来源：联商网，亿邦动力网，公司官网，申万宏源研究

图 27：生鲜电商渗透率有望进一步提升



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 28：生鲜购买渠道主要集中在农贸市场

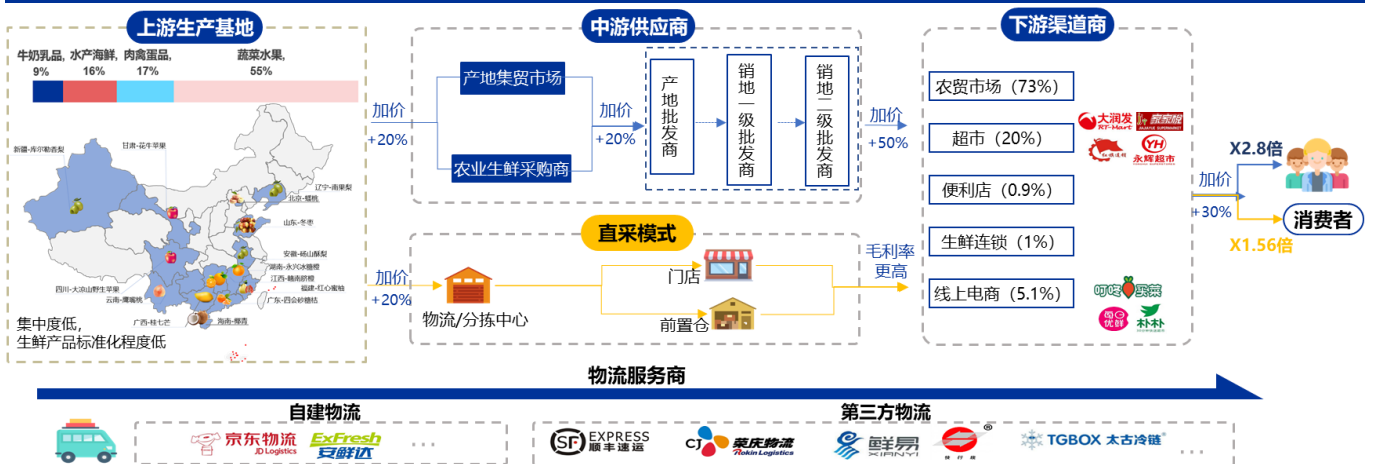


资料来源：前瞻研究，申万宏源研究

### 3.2 商业模式创新迭出，供应链构筑竞争壁垒

从生鲜产业链看生鲜业务运营痛点：1) 上游农业基地分散，产品标准化程度低。我国耕地分散，集中度低，不利于规模化采购。生鲜产品对地区气候等要求高，季节性强，易损耗，毛利低，生鲜产品标准程度低；2) 中游供应商层级多，加价高，损耗高。上游产地分散导致中游供应商层级多，加价率高，外加我国冷链运输使用率相比发达国家偏低，生鲜损耗率高；3) 下游零售商获客成本和履约成本高企。前置仓生鲜电商的履约成本主要包括仓储费、前置仓费、包装、干线、配送等相关的交易成本，低毛利产品，外加高履约成本导致盈利困难。

图 29：中国生鲜产业链



资料来源：任青青《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》，搜狐网，前瞻研究院，一亩田，京东超市，申万宏源研究

**痛点孕育商机，生鲜电商不断优化运营模式，创新商业模式。**根据商品定位、配送方式、消费场景的区别，我们将生鲜电商划分为到店为主模式、到家模式和到家+到店一体化模式：**1) 到店为主模式**指的是以实体店消费为主，配送到家服务相对较小，主要包括生鲜社区超市和生鲜精品便利店，典型代表便是生鲜传奇、谊品生鲜、钱大妈，门店面积在100-300平米，定位周边社区，考验精细化运营；**2) 到家模式**指的是前置仓配送到家模式，前置仓不做门店生意、不开门营业，仅满足高频配送的前端仓储需求，典型代表便是每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市，高流量高客单价覆盖高履约成本是关键，远期来看，技术改进促配送路径优化以及消费者付费意愿的培养，均有助于配送成本的降低和有效覆盖；**3) 到店+到家一体化**，门店既开门营业，又承担了线上仓储配送功能，门店线上线下的占比相对较为均衡，典型代表便是永辉 mini 店、盒马模式，运营难点在于双线订单拆分、门店分拣和合并管理，对门店后台管理和信息系统提出更高要求，盈利关键在于精准的商品定位能有效覆盖高租金成本和配送分拣成本。**无论是到家模式还是仓店一体模式，本质上都是为满足生鲜购买的便利性需求，负担了更高的租金成本或者额外的配送成本，盈利关键便在于解决主营销售毛利率偏低损耗偏高的生鲜品类与租金、物流成本上升的矛盾。因此拥有生鲜商品运营管理能力和智能化中后台技术的企业有望获得更高的盈利水平。**



**图 30：生鲜电商代表企业商业模式对比**

| 商业模式       | 前置仓模式，到家模式                |                                   |                              | 店仓一体化，到店+到家模式               |  | 社区生鲜，到店为主模式                   |                      |                           |
|------------|---------------------------|-----------------------------------|------------------------------|-----------------------------|--|-------------------------------|----------------------|---------------------------|
| 企业         | 每日优鲜                      | 叮咚买菜                              | 朴朴超市                         | 永辉超市                        | 盒马鲜生   | 生鲜传奇                          | 谊品生鲜                 | 钱大妈                       |
| logo       |                           |                                   |                              |                             |  |                               |                      |                           |
| 成立时间       | 2014年                     | 2017年                             | 2016年                        | 2001年                       | 2016年  | 2015年                         | 2013年                | 2012年                     |
| 创始人        | CEO徐正，曾任联想集团中国区最年轻的事业部总经理 | CEO梁昌霖，退役军人，曾创业涉足软件开发、母婴平台和社区服务领域 | CEO陈兴文，有多年的传媒策划经验            | 永辉超市董事长张轩松，20多年超市经营管理经验     | 盒马CEO侯毅，曾任上海可的便利店的供应链总经理，京东物流总监和O2O事业部总经理        | CEO王卫，曾在红府连锁超市任总经理            | CEO江建飞，曾任永辉超市华东区总经理  | 创始人冯翼生，拥有多年农产品超市经营经验      |
| 线上购买入口     | 每日优鲜app，微信小程序，饿了么，美团      | 叮咚买菜app，美团，微信小程序，饿了么              | 朴朴app，微信小程序                  | 永辉买菜、永辉生活app，微信小程序，京东到家，饿了么 | 盒马鲜生app，淘鲜达，饿了么                                  | 生鲜传奇app，微信小程序，京东到家，美团，饿了么     | 谊品到家app，微信小程序，美团，饿了么 | 微信小程序，美团，京东到家             |
| <b>产品</b>  |                           |                                   |                              |                             |  |                               |                      |                           |
| 品类结构       | 水果、蔬菜、速食、日百等全品类精选         | 以蔬菜、水产为主，涵盖全品类                    | 以生鲜五品为主，同时覆盖全品类              | 蔬菜、水果、肉禽、海鲜及日用标品等多个品类       | 生鲜、日用及母婴用品等生鲜SKU占比超50%                           | 生鲜及厨房周边商品                     | 主打基本款生鲜品类            | 主打蔬菜，肉禽                   |
| SKU        | 大约1600，前置仓数百              | 约1700                             | 约3600                        | 10000+                      | 近10000，自有品牌占比超过10%                               | < 2000                        | 约2000                | 约500                      |
| <b>供应链</b> |                           |                                   |                              |                             |  |                               |                      |                           |
| 覆盖城市       | 北京等20多个主要城市               | 主要覆盖上海、杭州、苏州                      | 深耕福州、厦门，18年拓展深圳，计划拓展武汉、长沙、合肥 | 全国28省，533个城市                | 上海、北京等22个城市                                      | 合肥为基，拟扩张南京                    | 合肥为基，布局13个省会城市       | 覆盖华南、华东、华中等13个城市          |
| 供应链物流      | 城市分选中心+社区配送中心，极速达冷链物流体系   | 城批采购+品牌供应商直供，分布式仓储，自建配送冷链         | 自建配送团队                       | 物流中心已覆盖全国18个省市，总运作面积约45万平方米 | 48个多温层多功能仓库，其中包括33个常温 and 低温仓、11个加工中心和4个海鲜水产暂养中心 | 乐城股份一共建立了3个配送中心，服务于合肥地区的上百家门店 | 基地直采+B2B分销+零售批零一体化   | 有12万平方米的配送中心，80%水产中心实现工厂化 |
| 仓/店数       | 1500+                     | 435+                              | 30个前置仓服务福州市区                 | 大店900+家，mini店600家左右         | 172+   | 130+                          | 400+                 | 1600+                     |
| <b>配送</b>  |                           |                                   |                              |                             |  |                               |                      |                           |
| 服务半径       | 3公里                       | 1公里                               | 1.5公里                        | 3公里                         | 3公里  | 3公里                           | 不适用                  | 3公里                       |
| 配送时效       | 36分钟                      | 29分钟                              | 30分钟                         | 30分钟                        | 30分钟   | 30-40分钟                       | 不适用                  | 1小时                       |
| 配送/自提时段    | 9:00-21:30                | 7:00-22:00                        | 6:45-23:30                   | 8:30-22:00                  | 7:00-22:00                                       | 9:00-21:00                    | 8:30-19:30           | 9:00-24:00                |
| 单笔配送费      | 5元，单笔订单满39元即免             | 0起送+当订单商品金额小于28元时收取5元配送费          | 0起送+3元配送费，单笔订单满19元即免         | 6元，单笔订单满28元即免               | 每日首单免配送费，第二单及以上5元                                | 0起送+5元配送费，单笔订单满38元即免          | 不适用                  | 满49元配送费                   |

资料来源：联商网，亿邦动力网，企名片，各生鲜电商 APP，申万宏源研究；注：配送信息统计于 2019 年 12 月，叮咚买菜、朴朴超市信息统计于 2019 年 7 月，永辉超市、每日优鲜信息统计于 2020 年 1 月，盒马信息统计于 2019 年 10 月，生鲜传奇、钱大妈信息统计于 2020 年 1 月，谊品生鲜信息统计于 2019 年 3 月

**前置仓纯到家模式下，我们测算当综合毛利达到 20%，月营业收入超过 140 万时，可以实现盈利。**典型代表是每日优鲜、叮咚买菜和朴朴超市，其模式核心为在社区或者商圈周边 3 公里布局前置仓满足高频配送的需求，前置仓在 200-300 平米左右，不开门营业，仅作前端配送的仓储功能使用。相较于店仓一体化模式，配送更及时，由于只需要承担仓储功能不开门营业，对选址的要求不高因此租金压力相对较小。但不足之处在于仓库面积较小、品种相对受限，对公司选品能力提出了更高要求。另外，前置仓不开门营业无法享受其作为门店的外部性功能，无法提供生鲜商品购物线下场景。我们以北京市前置仓到家模式为例进行盈利测算，假设单仓面积 300 平米，客单价 85 元，扣减租金人员薪酬、水电费、仓储费等成本费用后，净利率为 1.3%。当综合毛利率达到 20%，每月营业收入超过 140 万元时，能实现盈利。**因此，前置仓模式提高盈利水平的关键一方面在于选址人口密集区域，提升订单数量，从而覆盖其作为仓库的运营成本。另一方面，通过商品优化，提供半加工生产产品增加服务附加值，促使每单客单价的提升，覆盖每单配送成本。**此次疫情导致生鲜产品线上需求激增，倒逼供应商优化配送路径，提高供应链管理能力和应急响应水平。

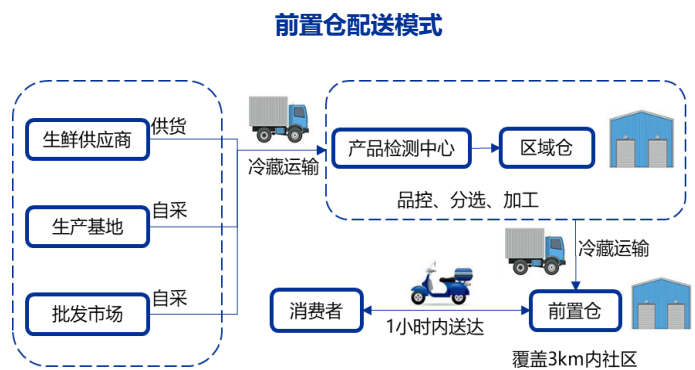
图 31: 北京市前置仓模式生鲜电商盈利测算

| 假设条件        |      |               |      |
|-------------|------|---------------|------|
| 单仓面积 (平米)   | 300  | 综合毛利率 (扣除损耗率) | 20%  |
| 月租金 (元/平米)  | 100  | 初始投资额 (万元/仓)  | 10   |
| 水电费 (元/月)   | 8000 | 配送员工数 (人)     | 12   |
| 服务半径 (千米)   | 3    | 配送员基本工资 (元)   | 5000 |
| 人口密度 (人/千米) | 1322 | 配送提成占比营收      | 2%   |
| 渗透率         | 8%   | 仓内员工数 (人)     | 6    |
| 每月购物频次      | 6    | 运营员工平均工资 (元)  | 6000 |
| 客单价 (元)     | 85   | 销售费用占比营收      | 5%   |
| 会员占比        | 20%  | 物料耗材占比营收      | 2%   |
| 会员费 (元/月)   | 5    | 所得税率          | 25%  |

| 单仓模型测算 (单位: 万元/月) |      |
|-------------------|------|
| 商品销售收入            | 152  |
| 其他业务收入            | 0.3  |
| 毛利                | 30   |
| 仓库租金              | 3.0  |
| 水电费               | 0.8  |
| 员工工资              | 12.6 |
| 物料耗材              | 2.6  |
| 折旧摊销+其他           | 1.4  |
| 营销费用              | 7.6  |
| 利润总额              | 2.7  |
| 净利润               | 2.0  |
| 净利率               | 1.3% |

| 营业利润敏感性分析 |            |       |       |       |       |       |      |
|-----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 营业利润率     | 每月营业收入(万元) |       |       |       |       |       |      |
|           | 120        | 130   | 140   | 150   | 160   | 170   | 180  |
| 17%       | -4.9%      | -3.8% | -2.8% | -1.9% | -1.2% | -0.5% | 0.0% |
| 18%       | -3.9%      | -2.8% | -1.8% | -1.0% | -0.2% | 0.4%  | 1.0% |
| 19%       | -3.0%      | -1.8% | -0.8% | 0.0%  | 0.8%  | 1.4%  | 2.0% |
| 20%       | -2.0%      | -0.8% | 0.2%  | 1.0%  | 1.7%  | 2.4%  | 3.0% |
| 21%       | -1.0%      | 0.2%  | 1.1%  | 2.0%  | 2.7%  | 3.4%  | 4.0% |
| 22%       | 0.0%       | 1.1%  | 2.1%  | 3.0%  | 3.7%  | 4.4%  | 4.9% |
| 23%       | 1.0%       | 2.1%  | 3.1%  | 3.9%  | 4.7%  | 5.3%  | 5.9% |



资料来源: 申万宏源研究

商业模式易被模仿，供应链建设所带来的渠道成本降低才是生鲜电商的核心竞争力。

“互联网+生鲜产品”高流量组合让生鲜电商近十年获得千亿资金支持，商业模式快速迭代，行业加速洗牌。据粗略统计，近三年已有近 20 家生鲜电商倒下，低价补贴、过度扩张、管理粗放导致融资失败、资金链断裂是生鲜电商企业倒闭的主要原因。不考虑盈利模式的盲目跑马圈地，只会脱离零售本质，一旦资金链断裂，便是覆水难收。强供应链管理能力的企业能建立现代化的生鲜直接采购体系，从信息流、物流、资金流维度解决中间环节多、物流效率低、门店精细化运营难和履约成本高的生鲜电商痛点。从源头直采、冷链物流信息化到配送路线优化，过程漫长且艰辛，强供应链管理企业拥有高竞争壁垒，有望在生鲜电商突围中胜出。

表 6: 成本高企、管理粗放是导致生鲜电商关停的主因

| 平台  | 成立时间    | 关停时间                | 融资轮次                             | 关停主因                       |
|-----|---------|---------------------|----------------------------------|----------------------------|
| 吉及鲜 | 2018.10 | 2019.12             | B 轮, 融资额 2000 万美元<br>估值 8000 万美元 | 融资失败, 资金链断裂, 大量裁员、关仓       |
| 我厨  | 2014.12 | 2019.12             | B 轮, 融资额数千万美元                    | 产业链长、损耗大, 渠道布局失误: 高成本粗放式引流 |
| 呆萝卜 | 2015.10 | 2019.11<br>(近期恢复运营) | B 轮                              | 低价补贴、过度扩张, 导致资金链断裂         |
| 妙生活 | 2015.9  | 2019.11             | B 轮, 融资额 2 亿人民币                  | 扩张过快导致整体运营、产品质量、售后服务等问题频现  |

|      |        |         |                          |                           |
|------|--------|---------|--------------------------|---------------------------|
| 鲜来多  | 2018.1 | 2019.11 | 数轮融资，包括启明创投、IDG 资本、高瓴资本等 | 京东撤资，资金链断裂                |
| 爱鲜蜂  | 2014.5 | 2019.9  | 战略融资                     | 高损耗、低毛利                   |
| 鲜生友请 | 2017.4 | 2019.7  | 尚未获投                     | 涉嫌非法吸收公众存款                |
| 许鲜   | 2014   | 2017.7  | A 轮，融资额 1000 万人民币        | 供应链断裂、融资失败                |
| 壹桌网  | 2015.6 | 2016.9  | 未透露                      | 自建仓库、配送团队，高成本、低毛利         |
| 果食帮  | 2014.6 | 2016.8  | 天使轮，融资额 100 万人民币         | 低价补贴、经营不善                 |
| 青年菜君 | 2014.3 | 2016.8  | B 轮，融资额 100 万美元          | 自提柜模式成本高且效率低<br>盈利前夕投资方撤资 |
| 正源食派 | 2013.8 | 2016.0  | 尚未获投                     | 资金短缺                      |
| 鲜品会  | 2012.1 | 2016    | 未透露                      | 资金链断裂                     |
| 卡卡鲜  | 2012.9 | 2016.4  | 未透露                      | 物流成本过高                    |
| 美味七七 | 2011.2 | 2016.4  | A 轮，融资额 2000 万美元         | 盲目扩充 SKU，内部管理失控           |

资料来源：联商网，搜狐新闻，申万宏源研究

## 4. 投资建议与风险提示

我们认为疫情对零售行业带来阶段性影响，可选消费回落明显，必选消费需求稳定，新兴业态如生鲜电商增速加快。新型冠状病毒感染的肺炎疫情期期间，生鲜渠道加速变革，超市行业进一步规范，线上买菜需求大幅增加。我们预期 CPI 将维持温和通胀态势，到家消费需求激增，超市行业韧性十足。

**相关标的：永辉超市、苏宁易购、家家悦、红旗连锁、中百集团。**

**永辉超市：“到家到店”巩固主业护城河，内生外延加速全国扩张。**公司剥离云创业业务，聚力发展云超业务，做大做强到店业务，深入探索新零售业务。公司具备较强的规模优势和生鲜供应链竞争壁垒，到店业务保障业绩增速和盈利能力。到家业务满足新消费需求，创造更优的消费者体验，增强用户粘性，提升公司市场竞争力、提高市场占有率，积极探索卫星仓、布局小型店、MINI 店、永辉买菜等新兴业态模式，运用大数据、人工智能等先进技术进行门店及中后台升级改造，提升物流配送效率，综合提升新零售业务实力。公司近期进行管理层组织架构调整和业务调整，治理模式国际化，成立大科技事业部，科技化中后台建设提升公司治理能力，成立大供应链事业部，简政放权打造中短半径供应链，后台精简和大数据应用将大幅降低成本费用，业绩弹性凸显。

**苏宁易购：加速渠道下沉，享受双线红利，全渠道、全场景智慧零售布局完成。**公司以“智慧零售”为核心战略，线下门店持续扩张，线上聚焦社交运营，加盟店下探低线城市，收购家乐福持续补足非电业务布局，多品类、全渠道、全场景发展优势持续凸显。线上方面，公司积极创新社交电商模式，提升社群运营能力，开放平台、商品获客驱动线上 GMV 高速增长。截止 2019 年 9 月，公司线上 GMV 达到 1,714.37 亿元，同比增长 24.27%。其中自营商品 GMV 1,191.08 亿元，同比增长 19.46%；开放平台商品 GMV 523.29 亿元，同比增长 36.82%。线下方面，持续推进多场景布局，建立差异化竞争优势，深耕低线城市及城市社区市场，加速零售云开店触达低线城市，苏宁小店进入升级扩张期。截至 2019



年 9 月末，苏宁易购直营店 1456 家，零售云加盟店 4,131 家。公司通过收购家乐福中国能够进一步丰富公司智慧零售场景布局，加快大快消类目的发展，有利于降低采购和物流成本，提升公司市场竞争力。持续优化物流和金融等增值服务，助力构建苏宁生态闭环。

**家家悦：区域生鲜超市龙头，深耕胶东、进军齐鲁、布局全国，进入快速增长期。**公司是山东省区域超市龙头，在胶东地区采取密集开店策略，将渠道及供应链优势做深，密集型小店布局，兼具门店和前置仓功能，物流体系覆盖全省并渗透乡镇农村。公司在生鲜超市领域竞争力强，毛利处于行业领先水平，生鲜占比超过 40%，自有品牌商品营收占比超过 8%。深度耕耘区域市场，优秀的供应链管理能力和门店运营能力为渠道扩张打下坚实基础。2018 年公司收购张家口福悦祥连锁超市 67% 股权，吸收其在 11 处门店并在当地建设综合物流项目，首次实现跨省扩张，2019 年跨省扩张继续稳步推进，有望打开新的发展空间。

**海外：阿里巴巴、京东、拼多多。**

**阿里巴巴：强化推送流量提升转化，新电商引流方式拉动增长。**2019 年阿里提升推送流量重视程度，借助精细标签千人千面算法，通过首页展位、连带推送等方式提升流量转化率，流量规则由“人找货”向“货找人”转变。大力发展下沉市场抓住客群增量，三线及以下的下沉市场成为客群增量的主要来源，电商平台的补贴将继续刺激电商销售额的提升，而阿里资金实力雄厚，可用作投放的阿里系流量入口多。“双十二”前聚划算也上线“百亿补贴”，2019 财年阿里活跃买家数量较上年增加 1.02 亿，80% 的年度活跃消费者增长来自下沉市场。直播、短视频等新电商引流方式促进电商规模增长，淘宝直播是电商平台中最具竞争力的直播频道，已聚集李佳琦、薇娅等在内的众多头部主播，且拥有支付宝在内的流量体系和阿里 AI 技术助力直播推广，激发用户粘性。不断创新社交电商模式，云集为代表的新兴平台简化完善了传统社交电商的诸多弊端，进一步挖掘了客群增量。

**京东：高线市场用户心智稳固，下沉市场释放新增量。**京喜、直播等下沉工具贡献低线新用户增长，单用户消费量随快消品等持续发力而提升，京东平台销售成长仍具备较强支撑。京东第三季度有超过 70% 的新用户来自三四线及以下城市，2019 年 9 月推出的社交电商平台京喜作为京东下沉到低线城市战略的一部分，通过 app、微信小程序等渠道向消费者开放，提供高性价比的商品和服务，并与国内制造商建立了一百多个产业集群，成为制造商和消费者之间的桥梁。另外，商城规模效应兑现、物流亏损收窄持续释放利润。2019 年三季度，京东物流近 40% 的收入来自外部订单，而 2017 年同期外单占比不到 20%，两年内外单收入增长了约 300%。同时，京东商城运营利润率也创下了 3.3% 的历史新高。“高质量、可持续增长”战略指导下，公司运营效率提高，成本控制增强。

**风险提示：**疫情持续时间加长、影响范围加大、消费需求不达等。

表 7: 商业贸易行业重点公司估值表

| 证券代码   | 证券简称 | 投资评级 | 2020-02-05 |          | PB    | 申万预测 EPS |       |       |       |       | PE    |       |    |
|--------|------|------|------------|----------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|        |      |      | 收盘价(元)     | 总市值 (亿元) | 2018A | 2018A    | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |    |
| 002024 | 苏宁易购 | 买入   | 9.41       | 876      | 1.1   | 1.43     | 1.18  | 0.20  | 0.36  |       | 8     | 47    | 26 |
| 002419 | 天虹股份 | 买入   | 8.76       | 105      | 1.6   | 0.75     | 0.89  | 1.03  | 1.14  |       | 10    | 9     | 8  |
| 002697 | 红旗连锁 | 买入   | 7.18       | 98       | 3.7   | 0.24     | 0.35  | 0.41  | 0.48  |       | 21    | 17    | 15 |
| 002867 | 周大生  | 买入   | 17.72      | 130      | 2.2   | 1.66     | 1.36  | 1.70  | 2.04  |       | 13    | 10    | 9  |
| 600655 | 豫园股份 | 买入   | 7.03       | 273      | 1.0   | 0.78     | 0.92  | 1.09  | 1.29  |       | 8     | 6     | 5  |
| 600859 | 王府井  | 买入   | 12.22      | 95       | 0.9   | 1.55     | 1.64  | 1.96  | 2.26  |       | 8     | 6     | 5  |
| 601933 | 永辉超市 | 买入   | 8.56       | 819      | 4.2   | 0.15     | 0.25  | 0.34  | 0.45  |       | 34    | 25    | 19 |
| 603708 | 家家悦  | 买入   | 23.08      | 140      | 4.0   | 0.92     | 0.84  | 1.04  | 1.29  |       | 28    | 22    | 18 |

资料来源: Wind 资讯、申万宏源研究; 注: 红旗连锁盈利预测与估值为 Wind 一致预期

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swyhsc.com  |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swyhsc.com    |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | 15999696711 | chenzuoxi@swyhsc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swyhsc.com  |

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ： 相对强于市场表现20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ： 相对强于市场表现5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现5%以下。            |

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight)  | ： 行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。