

商业贸易

证券研究报告
2020年03月12日

疫情推动生鲜到家高增长，头部企业强者恒强

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

在新冠疫情的催化下，有望进一步提高生鲜到家的渗透率，具有供应链优势的头部超市和生鲜电商企业将强者恒强，而小企业则会被加速淘汰出局。疫情是一次短期事件，之后大部分消费者可能还是会重返线下，线下门店依然是多数消费者的首选，而此次疫情也对于生鲜到家做了一次普及，培养了部分用户线上消费生鲜的习惯，部分消费者会得以在线上留存，生鲜到家的渗透率有望得到提升。不过无论是对于生鲜电商还是超市到家，供应链能力将是长期致胜的关键，小企业会被加速淘汰出局，具备供应链优势的头部超市和生鲜电商企业价值将进一步凸显。

同时，除了生鲜到家渗透率进一步提升以外，我们认为此次疫情还将推动零售行业呈现农改超、社区生鲜超市、生鲜标准化、深耕供应链等趋势。

①**农改超**：此次疫情让有关部门和消费者认识到许多农贸市场的脏乱差，超市在生鲜流通渠道的占比未来有望进一步提高；

②**社区生鲜超市**：此次疫情背景下，除了生鲜到家高增长以外，社区生鲜超市也逆势增长，一二线城市大卖场向下趋势已经不断明显，社区生鲜超市有望得到进一步发展；

③**生鲜标准化**：此次疫情过程中，大部分人不得不在家做饭，未来生鲜标准化有望被提上日程，预包装菜、半成品菜将占据一定的市场；

④**深耕供应链**：疫情检验了各家零售企业的供应链能力，具备供应链优势的企业才能够长期发展下去，深耕供应链才能在未来发展中占据优势。

投资建议：疫情推动优质超市短期销售明显提升，同时疫情将加快农改超进程，优质超市公司通过内生外延提升市占率，同时通过自身 APP/小程序/第三方平台等具备一定到家能力，优质超市公司价值将不断凸显，优质超市公司具备长期投资价值，重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁、高鑫零售等。

风险提示：宏观经济波动风险、市场竞争激烈的风险、生鲜电商盈利能力不足的风险、门店拓展不及预期。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:上海升学细则落地!明确摇号方式延续公民同招》
2020-03-11
- 2 《商业贸易-行业点评:三八节观察:阿里加权下的新风口如何走上 C 位》
2020-03-06
- 3 《商业贸易-行业深度研究:教育信息化:聚焦需求演进,把握核心产品》
2020-03-02



内容目录

1. 新冠疫情推动生鲜到家，生鲜电商&超市到家迎来高增长.....	4
2. 超市到家：疫情短期推动超市到家高增长，到家业务或成优质超市标配.....	6
2.1. 疫情前超市到家处于观望状态，疫情后超市到家或成标准配置.....	6
2.2. 高鑫零售：全国性大卖场龙头，阿里赋能布局到家业务.....	8
2.3. 永辉超市：以生鲜作为核心竞争力，多渠道加速布局到家业务.....	11
2.4. 家家悦：山东省内超市龙头，加速门店到家业务覆盖.....	14
3. 生鲜电商：疫情短期推动生鲜电商高增长，生鲜电商或将加速洗牌.....	15
3.1. 生鲜电商疫情后迎来加速洗牌，供应链能力是突围制胜关键.....	16
3.2. 盒马鲜生：重构线下超市的新零售业态，依托阿里加速推进全国性布局.....	18
3.3. 每日优鲜：前置仓到家模式早期进入者，借力腾讯加速全国扩张.....	23
3.4. 叮咚买菜：深耕社区服务多年切入社区生鲜，精细到家服务构筑壁垒.....	26
4. 总结.....	29
5. 投资建议.....	29

图表目录

图 1：生鲜到家分为生鲜电商和超市到家.....	4
图 2：疫情推动生鲜到家平台 MAU/DAU 大幅度增长.....	5
图 3：生鲜到家平台 MAU 数据（万人）.....	5
图 4：生鲜到家平台 DAU 数据（万人）.....	5
图 5：疫情有望推动生鲜线上渗透率提升.....	6
图 6：超市到家分为自建 App&微信小程序、第三方平台.....	7
图 7：疫情后超市到家或成标配.....	7
图 8：公司首创自 1998 年，至今已达 20 年.....	8
图 9：高鑫零售业务构成.....	9
图 10：股权变动后，阿里及其一致行动人共持有 77.02%股权.....	9
图 11：高鑫线上 B2C、B2B 布局.....	10
图 12：淘鲜达页面.....	10
图 13：淘鲜达产品分类.....	10
图 14：永辉发展历程示意图.....	12
图 15：永辉云超组织架构.....	12
图 16：公司十大战区分布.....	13
图 17：永辉大卖场.....	13
图 18：永辉 mini 店.....	13
图 19：永辉到家业务布局.....	14
图 20：疫情推动永辉到家业务发展.....	14
图 21：公司发展史.....	14
图 22：公司门店变动情况.....	14

图 23: 公司收购张家口福悦祥 67%股份	15
图 24: 公司收购淮北真棒 75%的股份	15
图 25: 家家悦门店上线美团第三方平台	15
图 26: “家家悦生活港 悦生活” 小程序	15
图 27: 生鲜电商分类	16
图 28: 生鲜电商疫情后迎来加速洗牌	17
图 29: 盒马的上游+中游+前端门店+到家示意图	18
图 30: 盒马门店城市分布	18
图 31: 盒马采购端示意图	19
图 32: 盒马建立新零售关系, 推动农业和食品行业供给侧改革	19
图 33: 盒马物流的智能化水平	20
图 34: 盒马自助收银机	20
图 35: 盒马新零售操作系统 ReXOS 和智能硬件体系	20
图 36: 盒马机器人餐厅	21
图 37: 盒马构建出一套新零售 OS 体系	21
图 38: 盒马到家业务示意图	22
图 39: 盒马门店悬挂链系统	22
图 40: 疫情间盒马与中石化合作	22
图 41: 疫情间盒马社区自提点	22
图 42: 盒马全国公开招聘 3 万个	23
图 43: 盒马 “共享员工”	23
图 44: 每日优鲜 2000 款精选 SKU 涵盖 12 大品类	23
图 45: 每日优鲜产地分布	24
图 46: 每日优鲜与西贝、眉州东坡合作	26
图 47: 每日优鲜与腾讯合作	26
图 48: 每日优鲜嫁接微信 “智慧零售”	26
图 49: 耕耘 5 年深谙社区服务	27
图 50: 疫情带来零售行业变化	29
表 1: 疫情期间生鲜到家业务情况	6
表 2: 公司淘鲜达项目经营情况	11
表 3: 公司 B2B 项目经营情况	11
表 4: 疫情前生鲜电商已步入洗牌期	16
表 5: 每日优鲜已经历 7 轮融资	25
表 6: 叮咚买菜十大专利技术	27
表 7: 叮咚买菜融资情况	28

1. 新冠疫情推动生鲜到家，生鲜电商&超市到家迎来高增长

在新冠疫情肆虐的大背景下，生鲜到家业务实现高增长，消费者为了减少出门，更加倾向于在线上下单。生鲜到家主要分为生鲜电商和超市到家两大类：①生鲜电商主要包含前置仓模式的每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市等，店仓一体化模式的盒马、7fresh、小象生鲜等以及第三方平台模式的京东到家等；②超市到家主要是以商超为主的零售企业加速互联网转型，以高频生鲜为切入口，借助线下布局的先发优势积极抢占线上，其中典型的公司有高鑫零售、永辉超市、物美、家乐福、步步高、家家悦等。

图 1：生鲜到家分为生鲜电商和超市到家



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

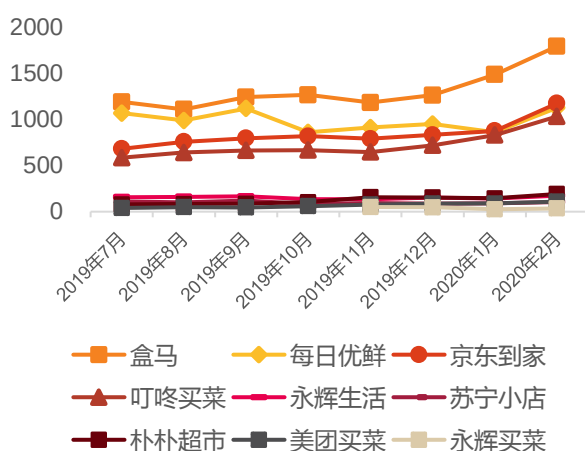
从宏观数据来看，在疫情期间，整个生鲜到家平台的 MAU/DAU 大幅度增长，生鲜到家业务蓬勃发展。根据独道数智显示，疫情期间，生鲜到家平台 MAU 最新从高到低依次为盒马、京东到家、每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市、永辉生活、美团买菜、苏宁小店、永辉买菜，生鲜到家平台 DAU 最新从高到低依次为盒马、叮咚买菜、每日优鲜、京东到家、朴朴超市、永辉生活、美团买菜、苏宁小店、永辉买菜，疫情期间生鲜到家平台 MAU/DAU 都迎来高增长，我们预计在疫情未完全消除前，生鲜到家 MAU/DAU 还会保持增长态势，而增幅与相关企业供应链运营和履约能力息息相关。

图 2：疫情推动生鲜到家平台 MAU/DAU 大幅度增长

分类	MAU (万人)	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月	2019年5月	2019年6月	2019年7月	2019年8月	2019年9月	2019年10月	2019年11月	2019年12月	2020年1月	2020年2月
生鲜电商	盒马	744	774	973	978	1046	1003	1187	1106	1239	1263	1180	1259	1483	1789
	每日优鲜	514	348	338	1433	1885	886	1066	986	1116	859	911	948	859	1124
	叮咚买菜	324	385	505	470	528	588	584	640	662	665	645	717	828	1030
	朴朴超市	64	81	63	54	75	75	78	82	85	103	156	154	144	191
	美团买菜							40	49	46	60	76	87	89	109
超市到家	京东到家	1045	842	782	767	703	754	680	755	794	817	789	830	873	1171
	永辉生活	185	161	166	147	150	156	157	160	165	136	134	154	143	173
	苏宁小店	178	114	136	125	113	114	112	99	120	82	93	87	91	104
	永辉买菜											50	47	26	35
	永辉买菜														
分类	MAU增速	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月	2019年5月	2019年6月	2019年7月	2019年8月	2019年9月	2019年10月	2019年11月	2019年12月	2020年1月	2020年2月
生鲜电商	盒马	434%	317%	480%	365%	273%	201%	227%	144%	170%	127%	89%	94%	99%	131%
	每日优鲜	81%	53%	-11%	166%	237%	61%	68%	27%	82%	67%	64%	48%	67%	223%
	叮咚买菜	341%	474%	651%	524%	560%	802%	526%	451%	355%	217%	154%	149%	156%	167%
	朴朴超市	138%	141%	132%	74%	209%	165%	122%	99%	109%	191%	192%	185%	125%	136%
	京东到家	71%	80%	29%	15%	-4%	-6%	-13%	-12%	5%	-16%	-21%	-20%	-16%	39%
超市到家	永辉生活	171%	187%	191%	119%	103%	106%	60%	53%	64%	12%	-9%	-18%	-23%	7%
	苏宁小店								33%	2%	-52%	-56%	-56%	-49%	-9%
	永辉买菜														
	永辉买菜														
	永辉买菜														
分类	DAU (万人)	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月	2019年5月	2019年6月	2019年7月	2019年8月	2019年9月	2019年10月	2019年11月	2019年12月	2020年1月	2020年2月
生鲜电商	盒马	115	114	143	155	157	160	171	155	182	189	172	184	228	329
	每日优鲜	60	41	40	178	221	107	120	115	137	102	101	115	103	184
	叮咚买菜	38	42	50	53	50	55	59	65	66	65	70	81	107	244
	朴朴超市	13	16	12	11	15	15	15	16	18	21	31	31	28	42
	美团买菜							5	7	7	8	10	12	13	17
超市到家	京东到家	101	71	79	63	66	75	68	80	74	83	76	78	87	126
	永辉生活	27	24	25	22	24	25	23	23	25	22	22	23	23	31
	苏宁小店	23	14	17	16	14	14	14	12	19	14	14	15	14	16
	永辉买菜											6	5	3	4
	永辉买菜														
分类	DAU增速	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月	2019年5月	2019年6月	2019年7月	2019年8月	2019年9月	2019年10月	2019年11月	2019年12月	2020年1月	2020年2月
生鲜电商	盒马	466%	298%	486%	406%	281%	224%	207%	120%	162%	138%	79%	92%	98%	188%
	每日优鲜	88%	54%	-15%	198%	250%	76%	54%	27%	99%	66%	60%	46%	72%	350%
	叮咚买菜	337%	428%	489%	468%	401%	612%	417%	360%	277%	157%	134%	131%	184%	481%
	朴朴超市	149%	124%	137%	76%	220%	164%	109%	86%	111%	178%	171%	167%	114%	169%
	京东到家	88%	65%	38%	-1%	1%	10%	-8%	-7%	-8%	-11%	-29%	-24%	-14%	79%
超市到家	永辉生活	141%	158%	171%	135%	95%	119%	59%	54%	56%	18%	4%	-24%	-14%	32%
	苏宁小店								26%	26%	-36%	-47%	-39%	-39%	12%
	永辉买菜														
	永辉买菜														
	永辉买菜														

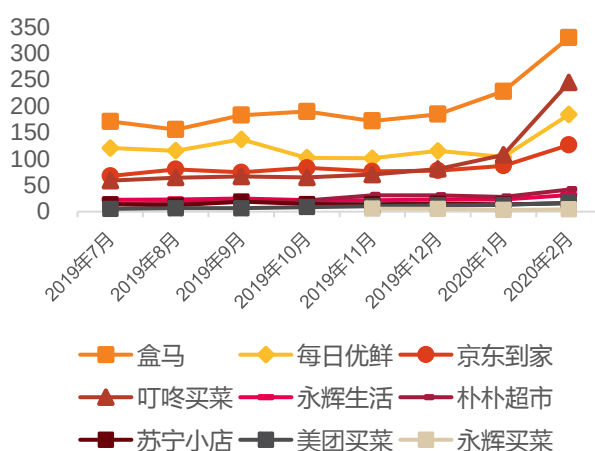
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 3：生鲜到家平台 MAU 数据（万人）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 4：生鲜到家平台 DAU 数据（万人）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

从微观企业来看，由于新冠疫情突如其来在全国各地的爆发，消费者对于生鲜到家的需求急速增长，生鲜电商&超市到家业务的客流和客单价双提升。①生鲜电商：盒马、叮咚买菜、每日优鲜、京东到家等到家业务明显提升，其中盒马疫情期间线上订单数量同比大涨 220%；每日优鲜春节期间交易额同比增长 350%，客单价达到 120 元；叮咚买菜大年三十订单量较上月增长超 300%，整体订单量约增长 80%，客单价增加约 70%；京东到家除夕到大年初三销售额同比增长了 540%；②超市到家业务：高鑫零售、永辉超市、家家悦、步步高、苏宁超市业务等超市到家需求明显提升，其中高鑫疫情期间到家线上 B2C 销售金额有 3.5-4 倍左右成长，其中客单价增长 2 倍，订单量 1.5 倍以上增长；永辉到家 2 月 1 日全国订单量突破 20 万单/天，销售额突破 2000 万元；步步高 1 月线上到家业务环比增长 3 倍；苏宁超市业态到家业务同比增长了接近 4 倍。

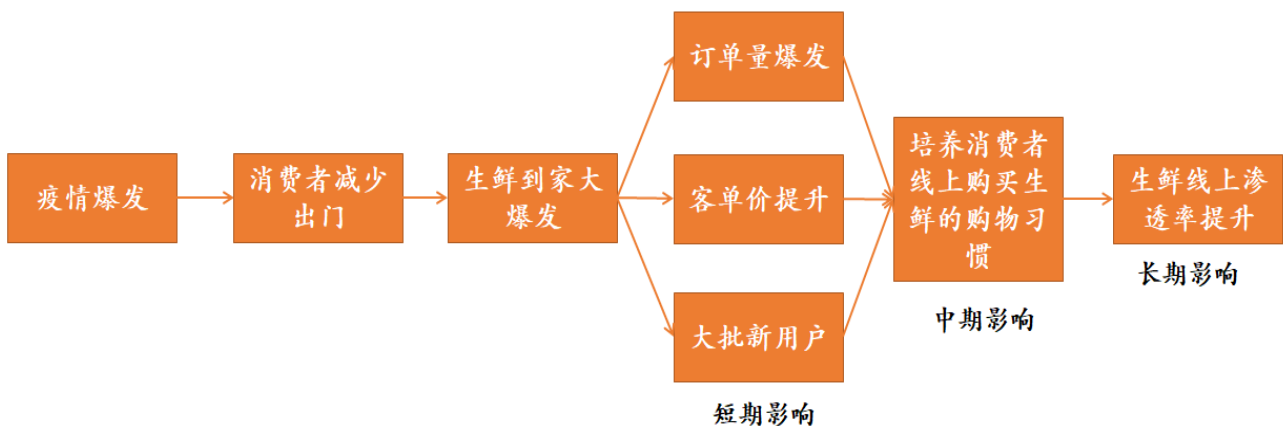
表 1：疫情期间生鲜到家业务情况

分类	公司名称	具体情况
生鲜电商	盒马	盒马鲜生在疫情期间线上订单数量同比大涨 220%，平均客单价从去年的 80-90 元下降至 40 元左右，主要原因是疫情期间民生单品需求大增，网上订单主要集中在蔬菜、柴米油盐、方便面，冷冻食品等，同时客户购买频次增加，也摊薄了客单价。
	每日优鲜	春节期间，每日优鲜交易额同比增长 350%，客单价达到 120 元。公司供应链能力经受住疫情的考验，目前整个平台的售罄率控制在 10%，9 成以上的订单实现 2 小时达，定单当天可以全部交单。
	叮咚买菜	叮咚买菜大年三十订单量较上月增长超 300%，整体订单量约增长 80%，客单价增加约 70%。
	京东到家	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
超市到家	高鑫零售	2020 年初到现在，由于疫情催化，公司到家线上 B2C 销售金额有 3.5-4 倍左右成长，其中客单价增长 2 倍，订单量 1.5 倍以上增长。
	永辉超市	2020 年 2 月 1 日，永辉到家全国订单量突破 20 万单/天，销售额突破 2000 万元，特别是重庆总单量突破 5 万单，而 2 月 8 日永辉到家服务全国订单量首次突破 30 万单。
	步步高	1 月份步步高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%。

资料来源：公司官网，新芽 NewSeed，东方财富网等，天风证券研究所

此次疫情短期能够有效提升生鲜到家的订单量、客单价、新用户等，中期有望加速培养消费者生鲜线上购买的购物习惯，进而提升生鲜线上渗透率。由于此次疫情的存在，生鲜到家迎来了高增长，不仅短期使生鲜电商&超市到家的订单量和客单价高增长，还催生了大批新用户尤其是中老年用户，“免费获客”成为了摆在各生鲜到家公司面前的最大福利。同时，长期维度来看，此次疫情倒逼了全民级的线上业务集中体验，或能够加速生鲜线上购买的用户习惯固化与泛化的进程，在疫情过后部分消费者会在线上留存和复购，进一步培养消费者线上购买生鲜的购物习惯，最终提升生鲜线上渗透率。

图 5：疫情有望推动生鲜线上渗透率提升



资料来源：天风证券研究所

2. 超市到家：疫情短期推动超市到家高增长，到家业务或成优质超市标配

2.1. 疫情前超市到家处于观望状态，疫情后超市到家或成标准配置

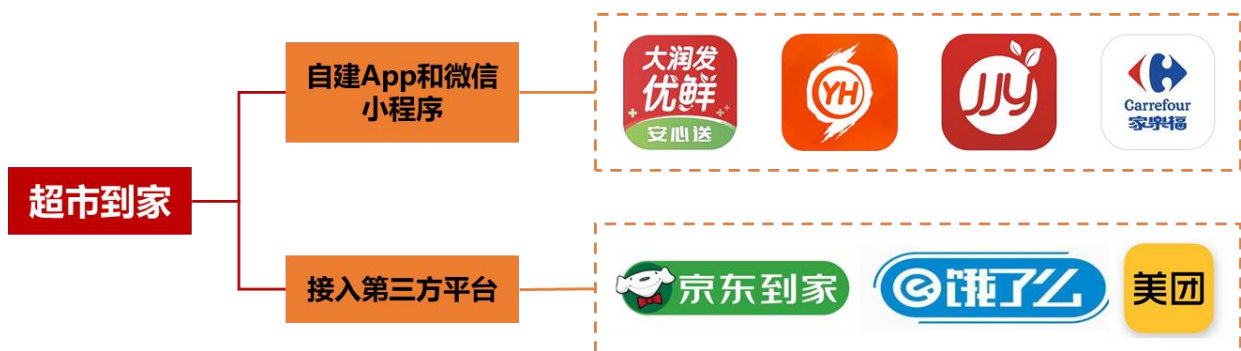
新冠疫情爆发前，很多超市企业对于超市开展到家业务处于观望状态。超市公司对于发展

到家业务积极性不高，一方面是绝大部分超市公司体量相对较小，抗风险能力弱，目前超市到家业务还处于烧钱状态，超市公司不愿意主动去拥抱到家业务。另外一方面是超市行业对于超市到家有一定争议，对于到家是否能够取代到店有一定的存疑，对于中长期超市到家发展没有那么乐观。

疫情期间，超市到店业务的客流量大幅度下降，而超市到家业务却呈现高增长。由于超市售卖的主要是生活必需品，而疫情期间消费者又要减少出门，所以超市到家业务能够有效满足消费者的需求。高鑫零售、永辉超市、家家悦、步步高、苏宁超市业务等超市到家需求明显提升，其中高鑫疫情期间到家线上 B2C 销售金额有 3.5-4 倍左右成长，其中客单价增长 2 倍，订单量 1.5 倍以上增长；步步高 1 月线上到家业务环比增长 3 倍；苏宁超市业态到家业务同比增长了接近 4 倍。通过此次疫情的表现，超市公司发现超市到家业务确实支撑了部分超市门店的销售额，未来或会成为消费者超市购物的一大选择。

目前超市到家业务主要分为两大类，一类是自建 App 和微信小程序，另外一类是接入第三方平台。超市公司在探索到家业务发展的时候，主要有两条路径：①自建 App 和微信小程序，运营有自己也有交由第三方公司，配送团队有自建也有外包；②与第三方平台合作，许多超市公司会选择跟京东到家、饿了么、美团等第三方平台合作，超市公司按照销售额的扣点支付第三方平台佣金，用户界面、订单平台、配送等方面都由第三方平台提供。现在优质超市公司会倾向于自建 APP 和微信小程序，而不仅仅跟第三方平台合作，主要原因是优质超市公司希望自己能够跟消费者直接发生关系，积累自己的流量、入口、数据、信息等，如果只能第三方平台合作，就相当于没有到家业务能力。

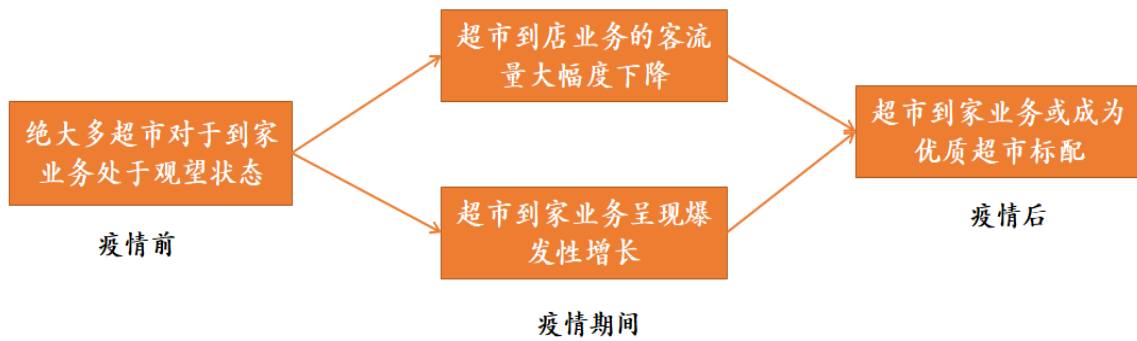
图 6：超市到家分为自建 App&微信小程序、第三方平台



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

此次疫情让超市企业对到家业务重视起来，疫情过后超市到家或成为优质超市的标准配置。在疫情期间，随着超市到家业务的高增长，让之前积极布局到家业务的超市公司受益，越来越多的超市公司主动跟第三方平台达成了合作协议，加速入驻京东到家、饿了么、美团等平台，有些超市公司积极上线自建 App 或微信小程序。我们认为，在此次疫情的催化下，消费者购物行为潜在的转变，倒逼超市公司挖掘了自身的到家能力，超市到家未来可能会成为优质超市公司的标准配置，超市到家会得到进一步的推广。当然我们需要认识到，虽然此次疫情让超市到家业务迎来高增长，但是超市到家依然无法替代到店的价值，超市公司依然需要将主要精力放在实体门店运营上。

图 7：疫情后超市到家或成标配

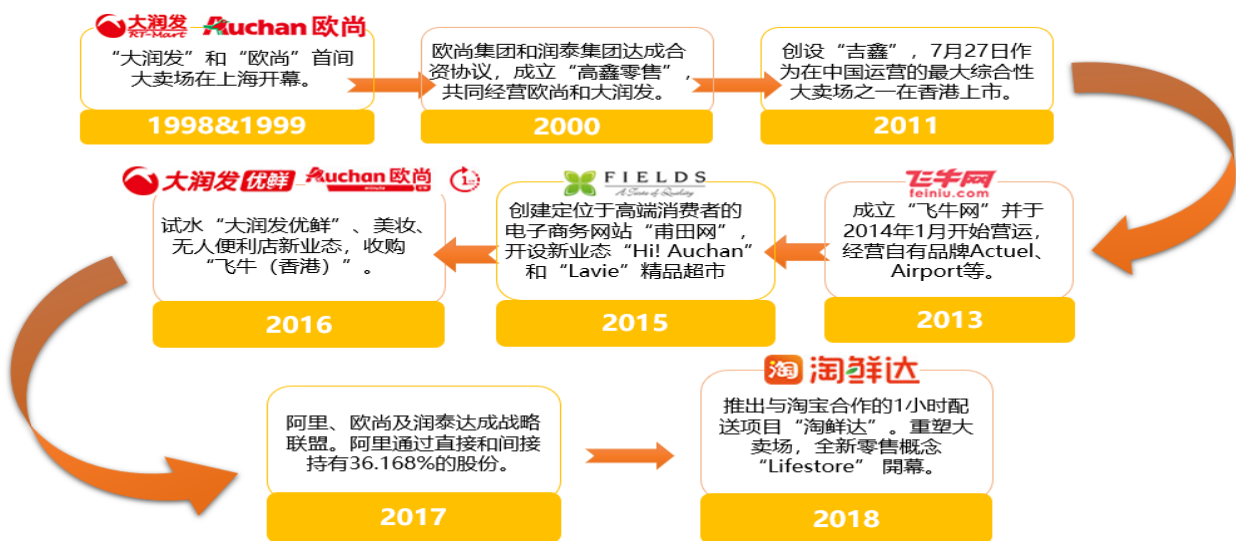


资料来源：天风证券研究所

2.2. 高鑫零售：全国性大卖场龙头，阿里赋能布局到家业务

历经 20 年发展,公司成长为拥有大卖场及高增长到家业务的零售商,截止 2019 年 12 月,拥有 486 间综合性大卖场,覆盖全国 29 个省市自治区内的 233 个城市。以 1998、1999 年陆续成立的知名品牌大润发及欧尚为前身,2000 年二者合并成立高鑫零售,旨在发展成为中国大卖场市场领导者;公司于 2011 年 7 月在香港上市;2013 年成立“飞牛网”试水线上;2017 年阿里通过直接和间接持股公司 36.17%股份成为第二大股东,并且推出“淘鲜达”重塑大卖场。近年来,公司以重塑综合性大卖场、探索并推行多业态营运模式为发展方向,致力于成为领先的实体数字化创新者及同时拥有多渠道、多业态以及 B2C 及 B2B 业务的新零售典范。

图 8：公司首创自 1998 年，至今已达 20 年



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司通过技术和数据的驱动，致力于重塑大卖场，并且加速持续探索 B2C、B2B 以及新业态。通过与阿里商业操作系统的数字化能力相结合，公司致力于全渠道和多业态发展。公司按照全新零售概念“Lifestore”结合低价、高质量、新科技新服务三种要素对旧有门店进行改造升级，努力将购物商场打造成具备综合性大卖场并涵盖购物、美食、分享及学习的综合性社区中心，确保大卖场销售稳定增长。同时，公司顺应零售业转型，不断探索 B2C、B2B 以及新业态，与淘宝合作推出“淘鲜达”项目，开设欧尚 1 分钟无人便利店及“盒马鲜生”、“盒小马”门店，通过数字化管理提高营运效率及与本地对手竞争的实力。

图 9：高鑫零售业务构成



资料来源：Wind，公司官网，天风证券研究所

阿里系持有高鑫零售 36.17% 股权，加速公司门店的数字化转型并提高营运效率，推动新零售加速落地。2017 年 11 月 20 日，阿里巴巴、欧尚零售及润泰集团宣布结成策略联盟，共同探索中国零售行业的新零售发展机遇。阿里收购分两次进行，阿里以 36.17% 股权成为公司第二大股东，与吉鑫控股结为一致行动人共持 77.02% 股权。阿里的战略入股将其所拥有的云计算、大数据、菜鸟物流、蚂蚁金服等技术及流量与高鑫零售的供应链及实体门店服务相结合，助力实体店的数字化转型，实现会员系统、支付、库存、营销、物流及供应链一体化，提高经营效率，推动新零售加速落地。

图 10：股权变动后，阿里及其一致行动人共持有 77.02% 股权



资料来源：公司公告，天风证券研究所

顺应零售转型，公司积极发力线上业务，通过 B2C、B2B 加速布局，2019 年公司线上业务占比约 10%，预计 2020 年线上业务占比将超过 20%。①B2C 业务：目前顾客可以通过公司自有 APP 大润发优选、欧尚到家，也可以通过合作方平台入口比如淘鲜达、饿了么及天猫超市，选择生鲜一小时到家服务，该服务可服务门店周边 5 公里内顾客。经过一年的发展，B2C 业务用户数破 3300 万，活跃用户数逾 1000 万，店日均单量及客单价持续稳定向上攀升；②B2B 业务：B2B 业务是借助公司供应链优势及实体店网络优势的另一种业务，顾客主要是批发零售及企事业单位为主，同时也服务餐饮食堂及娱乐类客户。B2B 业务现

有用户已超过 53 万，活跃用户接近 24 万，客单价超过 1000 元。整个 2019 年，公司线上业务销售收入较去年增长近 90%，线上业务占比约为一成，到 2019 年第四季该比重提升到 17%，预计 2020 年线上业务占比将超过 20%，其中淘鲜达等 1 小时达业务预计占 10% 左右，猫超占 1%-2% 左右，B2B 在 9%-10% 左右。

图 11：高鑫线上 B2C、B2B 布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

B2C 业务方面，公司通过自有 APP 大润发优选、欧尚到家，同时接入第三方平台比如淘鲜达、饿了么及天猫超市，加速布局 B2C 业务，预计 2020 年 B2C 业务整体成长 50%。2019 年，公司线上 B2C 业务一块店均日订单 670 个订单，到 11 月 880 个订单。截至 12 月底，客单价则为 60 元（未含税）。2020 年初到现在，由于疫情催化，公司到家线上 B2C 销售金额有 3.5-4 倍左右成长，其中客单价增长 2 倍，订单量 1.5 倍以上增长。目前，公司线上 B2C 订单大部分则来自淘鲜达，假设自有平台订单为 1，淘鲜达则为 2-3，猫超为 0.7，饿了么是 0.5-0.6。2019 年，淘鲜达已经实现小盈，预计 2020 年淘鲜达业务盈利会往上走，因为淘鲜达规模扩大，折旧成本、人力成本、单位成本都会下降，而公司自有 APP 的利润表现将比淘鲜达业务更高。2019 年，公司线上 B2C 业务创造营收同比增长超过 150%，2020 年预计线上 B2C 整体成长 50%。

公司携手阿里推出淘鲜达项目打通线上流量，推进实体店的数字化转型，开展一小时配送到家模式。2018 年 3 月公司淘鲜达项目试运营；2018 年底所有高鑫门店完成淘鲜达上线；2019 年 3 月底配送半径由 3 公里扩至 5 公里。透过淘鲜达项目，通过对实体店的数字化转型，公司实现会员系统、支付、库存、营销、物流及供应链一体化，其中，①**会员及支付方面**：淘宝用户可以绑定大润发会员卡，实现信息共享，门店安装智能 POS 机设备以收集用户数据；②**分拣方面**：实行分区捡货，在门店中分割出快拣仓、打包区、物流交接区等区域，前场配有淘鲜达项目的通道和料位，70% 的订单在快拣仓中拣货，30% 在前场拣货。部分门店铺设全自动悬挂链物流系统等以提升拣货效率；③**库存方面**：打通淘鲜达与公司库存，确保下单即有货，未来公司将打通大润发与天猫超市的库存。

图 12：淘鲜达页面

图 13：淘鲜达产品分类



资料来源：淘宝 app，天风证券研究所



资料来源：淘宝 app，天风证券研究所

表 2：公司淘鲜达项目经营情况

	具体情况
商品情况	SKU 约 18000 个，主要涵盖生鲜及快速消费品，在线生鲜业绩占比超过 50%
配送金额	0 元起送，满 39 元免邮，不满 39 元运费 5 元/单
配送时间	3 公里内 1 小时达，3-5 公里 1.5 小时送达
用户画像	女性用户占比 70%，20-30 岁用户占比近 40%。
购物体验	配送准点率>99%，缺货率<0.3%，顾客差评率及客诉率<0.3%

资料来源：公司公告，亿邦动力网，天风证券研究所

B2B 业务方面，公司 2017 年启动“大润发 e 路发”B2B 业务，现已推广至全国所有门店，业务辐射全国 200 多个城市，现已位于行业第一梯队。2017 年 3 月，公司旗下飞牛网推出“大润发 e 路发”app，截至目前已有超过 50 万名注册会员，提供超过 20000 个 sku，涵盖包括生鲜品项在内的全品类。公司 B2B 业务服务对象以个体商户为主，主要集中在门店 20 公里辐射范围内，最远距离可触及 100 公里，与实体门店客户群体互为补足。大润发 e 路发营业额在 2017 年达约 25 亿元，并于 2018 年实现翻番，其中生鲜营收占比已超过 27%，2019 年 B2B 营收增长 50%，预计 2020 年营收规模会进一步扩大。

表 3：公司 B2B 项目经营情况

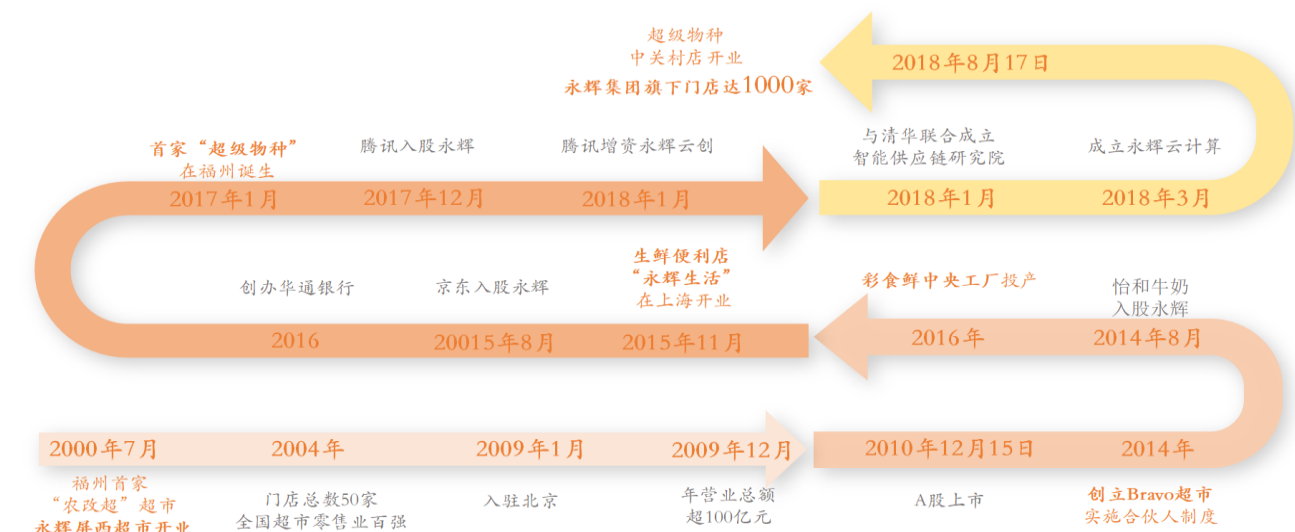
类别	具体情况
业务规模	覆盖所有门店，业务辐射全国 200 多个城市
商品情况	SKU 超过 20000 个，涵盖包括生鲜品项在内的全品类
用户范围	主要集中在门店 20 公里辐射范围内，最远距离可触及 100 公里
经营业绩	2017 年营业额达 25 亿元，2018 年达 50 亿元，2019 年增长 50%左右
生鲜占比	生鲜营收占比 2018 年达 19%，2019 年超过 27%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 永辉超市：以生鲜作为核心竞争力，多渠道加速布局到家业务

公司深耕超市行业多年，以生鲜为核心竞争力加速向全国拓展，公司推进“大店+mini 店”协同发展，多渠道发力线上业务。2000 年，永辉在福州开设了首家永辉屏西超市，把生鲜农产品引进超市，是永辉最早的布局；2004 年，永辉走向重庆开启跨区域布局；2015 年 11 月，永辉生活第一家店在上海开业，是永辉旗下的新零售业态；2017 年 1 月，超级物种第一家门店在福建开业；2018 年 8 月 7 日，永辉第 1000 家店超级物种在中关村开业。截止 2019 年 12 月，永辉旗下大卖场业态门店数合计 910 家；2019 年前三季度，mini 店已新增 510 家。

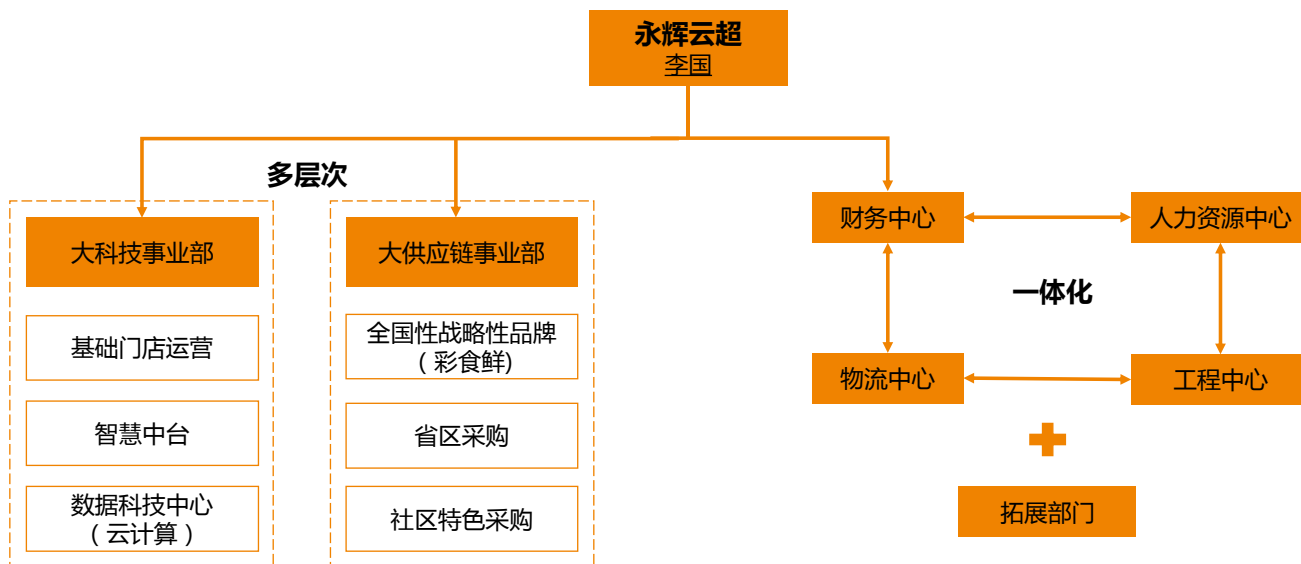
图 14：永辉发展历程示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司一、二集群合并提高整个云超的经营效率，云超是公司发展的重心所在。2015 年公司开始进行集群业务划分，形成第一业务集群、第二业务集群进行内部竞争，实行合伙人制度和赛马制度。两大集群的划分在公司业务规模还没到达较大体量时具有一定优势，但在随着 2018 年外部竞争激烈、资本推动新零售风起云涌的大背景下，公司需要将一二集群进行合并提高整个云超的经营效率，减少一二集群资源重合，共同面对外部环境和竞争者挑战。2018 年 11 月，从公司战略管理角度出发，公司决定将云超一、二集群进行合并管理，对中后台人员进行调整 and 精简，任命李国为永辉超市执行副总裁兼云超总裁。

图 15：永辉云超组织架构



资料来源：联商网，天风证券研究所

公司充分简政放权设立十大战区，10 大战区总经理作为核心合伙人，战区总经理要有大局意识、战略意识和发展意识，拥有采购、人力架构、门店拓展等权利，充分调动各大省区的积极性。公司在合并一二集群后，在 2018 年底对公司进行了整合，将全国分为 10 大战区：福建、京津冀、江浙沪、重庆+湖南+湖北、四川、广东大湾区、河南+山西+河北、安徽+江西、贵州+云南+广西、西北。此次组织改革充分简政放权，将供应链采购权、人

事架构权、门店拓展等权利下放至省区。

图 16：公司十大战区分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司通过大卖场、mini 店和到家业务，全方位满足消费者不同场景下的消费需求。大卖场是生鲜卖场的 1.0 版本，主要解决顾客一站式购物需求和家庭亲情体验的场所；社区店是生鲜卖场的 2.0 版本，是离顾客最近，主要解决顾客便捷购物和餐桌一日三餐的补充，即 mini 业态；手机里的超市是生鲜卖场的 3.0 版本，即到家业务，主要解决顾客时间成本及满足不同顾客的消费需求。公司将利用“大店”+“小店”的业态互补优势，结合“到店”+“到家”的业务模式，用最小的成本获取最大的价值。

线下门店方面，公司推进“大店+mini 店”协同发展，大卖场是云超主业的基石，mini 店是公司社区业态创新举措。截至 2019 年 12 月底，公司大卖场已开业门店合计 910 家，筹建储备门店 233 家，门店覆盖全国 28 个省份、529 个市（区、县），其中 2019 年新开 205 家（含并购百佳）大卖场，大卖场开店再提速，预计 2020 年大卖场新开门店在 150 家左右；mini 店是公司在社区业态创新方面的新举措，永辉 mini 店店面相对较小，以解决消费者一日三餐为主，90%围绕餐厨开展，生鲜占比 50%以上，相对大卖场而言，mini 店的优势在于对社区生鲜消费的便利性要求的满足。2019 年前三季度，mini 店已新增 510 家，目前 mini 店还处于迭代期，部分门店实现了盈利。

图 17：永辉大卖场



资料来源：公司官网，天风证券研究所

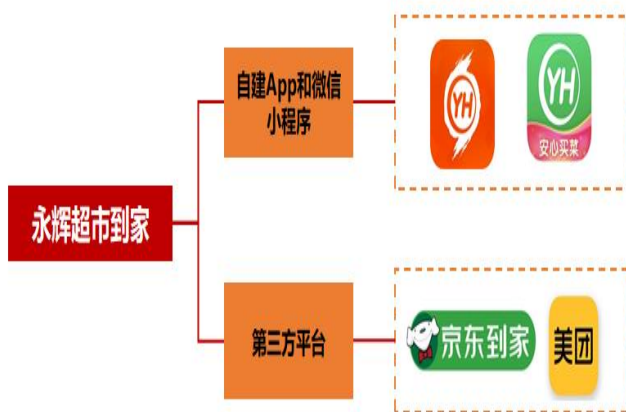
图 18：永辉 mini 店



资料来源：公司公告，天风证券研究所

线上到家方面，公司一方面借助永辉生活 APP 和“永辉买菜”APP 布局线上，另一方面借助京东到家、美团等平台加速发展到家业务。此前公司在 2015 年已经推出了云创的永辉生活 APP，率先推广应用微信扫码购、小程序等腾讯智慧零售工具。随着 2018 年底云创出表，公司于 19 年 3 月重新筹划发展线上业务，耗时 3 月梳理会员系统，再耗时 3 月迭代出“永辉买菜”APP，10 月开始全面推广“永辉买菜”APP，目前在福建、四川、重庆、北京等优势区域加速布局。2020 年初由于新冠疫情催化导致线上订单激增，对于公司线上业务拓展有所助力，2020 年 2 月 1 日，永辉到家全国订单量突破 20 万单/天，销售额突破 2000 万元，特别是重庆总单量突破 5 万单，而 2 月 8 日永辉到家服务全国订单量首次突破 30 万单。

图 19：永辉到家业务布局



资料来源：亿邦动力网，美团，雪球，天风证券研究所

图 20：疫情推动永辉到家业务发展

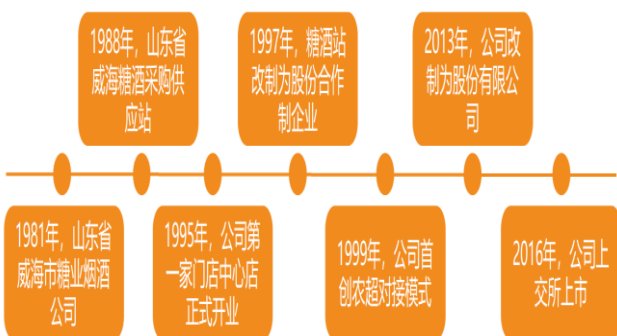


资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

2.4. 家家悦：山东省内超市龙头，加速门店到家业务覆盖

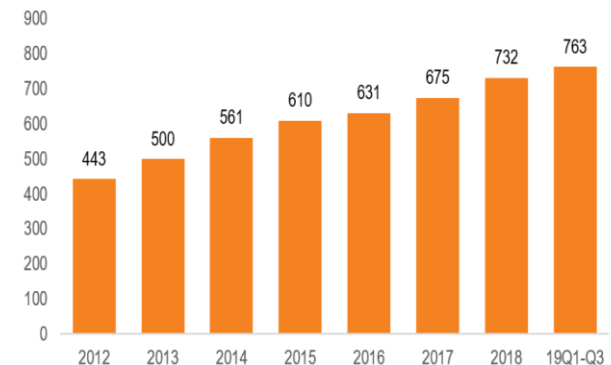
公司深耕超市行业四十年，前身为计划经济时代的威海市副食品公司，截止 2019 年 9 月，公司各业态连锁门店数量 763 家。1981 年 6 月，公司办理企业工商登记，名称为山东省威海市糖业烟酒公司；1988 年，根据威海市人民政府批准更名为山东省威海糖酒采购供应站；1995 年 5 月 27 日，威海糖酒采购供应站超级市场第一家门店中心店正式开业；1997 年，糖酒站改制为股份合作制企业，股份总额为 250 万元；1999 年 8 月，公司在全国超市行业率先开展生鲜商品自营，首创农超对接模式；2013 年，公司整体变更为股份有限公司，名称为家家悦集团股份有限公司；2016 年 12 月 13 日，家家悦（股票代码 603708）在上交所主板挂牌上市。

图 21：公司发展史



资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

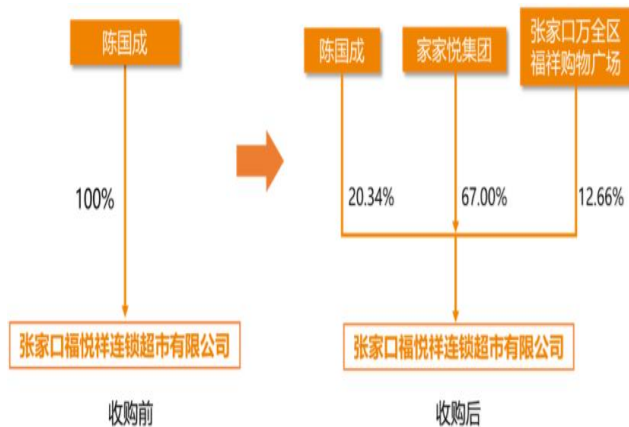
图 22：公司门店变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

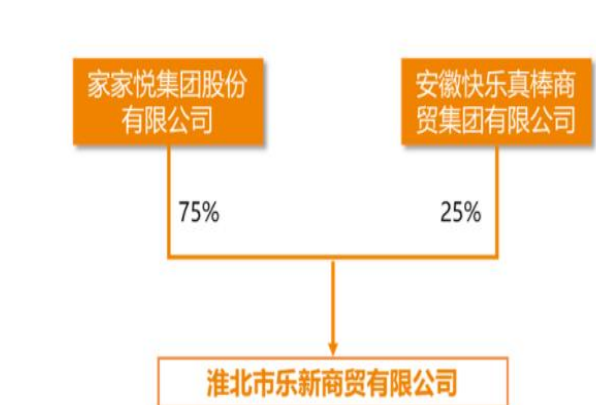
公司通过山东省内生外延提升市占率，还通过外延并购的方式加快省外扩张。山东省内，方面，公司一方面自己新开门店，另一方面通过并购青岛维客&华润万家提升市占率。省外扩张方面：①2018年11月，公司与陈国成先生、福祥购物广场及福祥投资集团签署了投资协议书，以自有资金1.56亿元投资持有张家口福悦祥67%股权。随着收购后公司与张家口福悦祥双方资源的不断整合，公司将加快在张家口及周边地区的连锁网络布局，目前已经在内蒙开店；②2019年11月，公司拟以自有资金投资21,000万元，通过受让股权及增资方式收购淮北市乐新商贸有限公司75%股权，拥有超市直营门店31家、物流中心&食品加工厂，跨省发展战略再迈进一步；③公司通过自己开店方式进入江苏省内，公司泛华北区扩展进一步推动。

图 23：公司收购张家口福悦祥 67%股份



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司收购淮北真棒 75%的股份



资料来源：公司公告，天风证券研究所

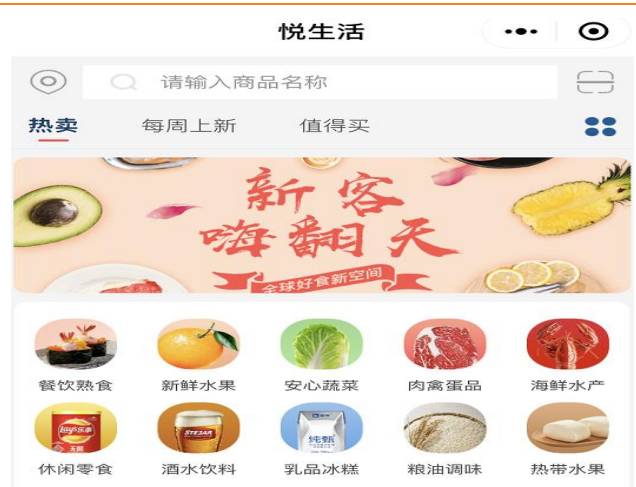
超市到家方面，公司一方面借助美团等第三方平台上线门店覆盖区域，另一方面加速发展自己 APP/微信小程序，通过生活港试水新零售业态。公司目前已经在跟美团等第三方合作，同时，公司也有自己 APP 和微信小程序，目前会将主要精力放在微信小程序。公司 2019 年分别在威海和济南新开了 2 家生活港，生活港秉承“鲜活世界港通万家”的理念，通过“精品超市+特色餐饮+营销新概念”的全新组合，打造即买即食的新消费体验，上线了“家家悦生活港 悦生活”小程序，加速发力到家业务。

图 25：家家悦门店上线美团第三方平台

威海	济南	青岛
家家悦： 威海中心店 宜家店 体育基地店 张村购物广场店 欧乐坊店 文登银河店 荣成政府广场店 荣成6店 石岛购物广场店 斥山财富广场店 乳山金丰店 宝宝悦： 环球店 科技路店 文登中和店 石岛水产店 乳山金帝店	家家悦： 济南大明湖店 济南雨滴广场店 济南山建店 济南和瑞广场店 济南舜耕路店 济南山水华府店 济南阳光100店 济南美莲广场店 济南保利中心店 济南德润天玺店 济南长青青年城店 莱芜一店 泰安 家家悦： 泰安新世纪店 泰安三里屯店	家家悦： 青岛南京路店 青岛辽宁路店 青岛乐客城店（原华润万家） 维客超市： 维客金水路店 维客平度店 烟台 家家悦莱州云峰店 张家口 家家悦： 怀来店 宣化大街阳光店 张北县永春南大街店 乌兰察布 商都县新兴街店

资料来源：家家悦快讯，天风证券研究所

图 26：“家家悦生活港 悦生活”小程序



资料来源：“家家悦生活港 悦生活”小程序，天风证券研究所

3. 生鲜电商：疫情短期推动生鲜电商高增长，生鲜电商或将加速洗牌

3.1. 生鲜电商疫情后迎来加速洗牌，供应链能力是突围制胜关键

疫情前生鲜电商发展并非一帆风顺，2019 年下半年陆续爆出生鲜电商企业关店甚至倒闭的新闻，生鲜电商赛道步入洗牌期。2016 年开始，随着马云提出“新零售”，生鲜电商又迎来了一波发展高潮，在互联网龙头、零售龙头和资本的加持下，诞生了一批生鲜电商企业，其中典型企业有盒马、叮咚买菜、朴朴超市等。然而，在生鲜电商企业跑马圈地的背景下，盈利模式却一直没有跑通。根据中国电子商务研究中心的数据显示，截至 2019 年年中，全国 4000+ 家生鲜电商平台中，仅 1% 实现盈利，4% 营收持平，88% 陷入亏损。2019 年下半年陆续爆出生鲜电商企业倒闭的新闻，比如呆萝卜、鲜生友请、吉及鲜等。生鲜电商盈利模式一直没有跑通，主要原因是生鲜品类高频低毛利损耗高、供应链弱、履约成本高、消费者在线上购物生鲜习惯未养成、同质化竞争激烈等，疫情前生鲜电商赛道已经处于大规模洗牌的动荡期。

表 4：疫情前生鲜电商已步入洗牌期

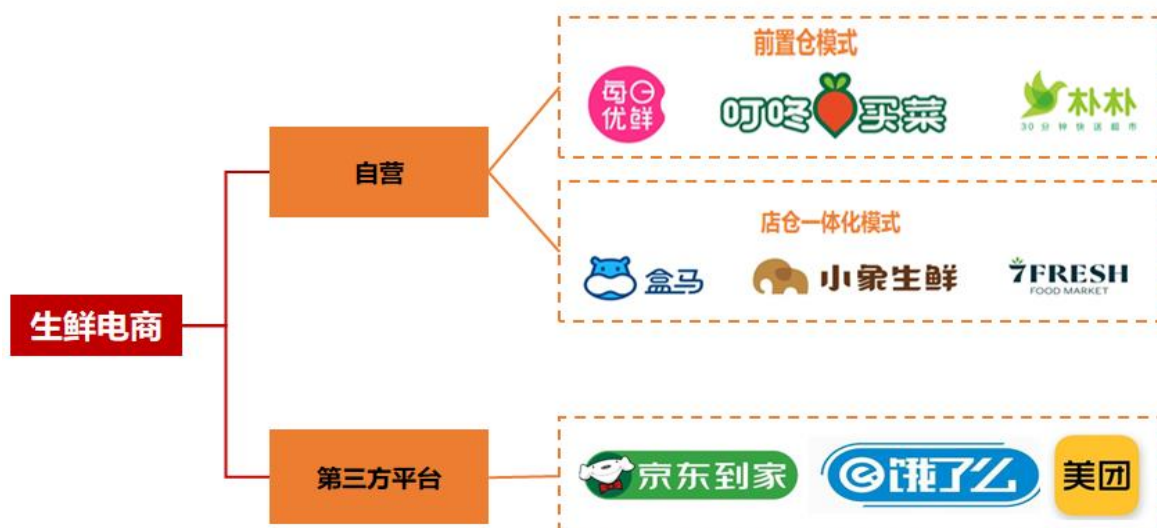
成立时间	名称	暴雷时间	业务布局城市
2015.04	妙生活	2019.11	上海
2017.11	迷你生鲜	2019.1	漳州、厦门、福州等
2017.03	鲜生友请	2019.07	杭州
2016.1	国资商城	2018.05	云南
2018.05	冻品互联	2018.01	北京
2015.10	呆萝卜	2019.12	合肥、南京、芜湖、马鞍山

资料来源：亿邦动力网，联商网等，天风证券研究所

疫情期间，由于消费者外出采购的意愿急速下降，生鲜电商订单迎来高增长，短期给生鲜电商企业打了一针强心剂。疫情期间，盒马、叮咚买菜、每日优鲜、京东到家等到家业务明显提升，其中盒马疫情期间线上订单数量同比大涨 220%；每日优鲜春节期间交易额同比增长 350%，客单价达到 120 元；叮咚买菜大年三十订单量较上月增长超 300%，整体订单量约增长 80%，客单价增加约 70%；京东到家除夕到大年初三销售额同比增长了 540%；此次疫情不仅提升了生鲜电商企业订单量&客单价，同时还给了生鲜电商企业鲜有的窗口期，短期内生鲜电商企业实现了免费获客，获客成本几乎为 0，甚至帮生鲜电商企业获得平时无法触达的中老年增量用户，疫情进一步培养了用户线上消费生鲜的习惯。

目前生鲜电商可以分为自营和平台两大类，其中自营类主要可以分为前置仓模式和店仓一体化模式，平台类主要是指超市与第三方平台合作的模式。在生鲜电商加速发展的时代，诞生了①自营类：1) 前置仓模式：每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市等；②店仓一体化模式：盒马、7fresh、小象生鲜等；②平台类：以京东到家等为主。从疫情期间表现来看，自营类反应速度要更快，迅速调配人力、制定非正常时期运营方案，而平台类则反应速度相对较慢，甚至因商家停运线上渠道而陷入被动。同时，通过自营类前置仓模式和店仓一体化模式对比来看，店仓一体化模式在订单承载能力、供应储备、货源调配等方面要优于前置仓模式。

图 27：生鲜电商分类

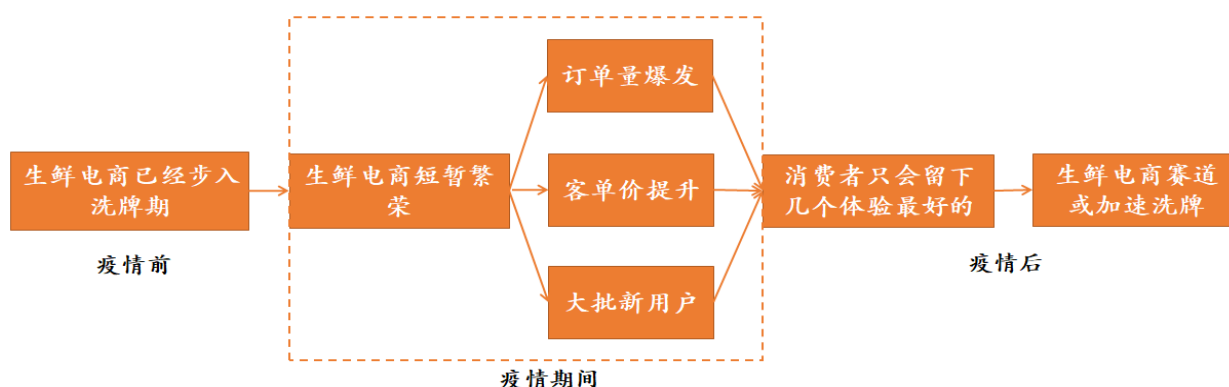


资料来源：天风证券研究所

在新冠疫情的催化下，生鲜电商企业迎来短期繁荣，但疫情期间还暴露了供应链弱、履约不及时等问题，中长期来说疫情并不能救活绝大多数生鲜电商企业。在疫情期间生鲜电商的订单量剧增的情况下，生鲜电商短期暴露出①生产端采摘、加工人员严重不足，成本上涨；②物流受交通、防疫检疫影响明显；③供应商货品紧张、断供现象时有发生；④“最后一公里”作业员工匮乏，配送时效性不及时等问题。与线下优质超市公司相比，生鲜电商企业整个供应链要弱很多，疫情让生鲜电商企业的供应链问题更明显。同时，中长期来看，各大生鲜电商平台还将长期面临用户留存、成本管控、效率提升、盈利模型未跑通等多方面考验，对于生鲜电商的挑战还将长期存在。

对于生鲜电商企业来说，疫情既是机遇也是挑战，疫情过后生鲜电商赛道或会加速洗牌，最终只能剩下头部企业，供应链能力是突围制胜的关键。此次疫情虽然能够短时间内提高生鲜电商的订单量&客单价，同时实现了免费获得增量用户，并且培养了用户线上消费生鲜的习惯，在一定程度上提高生鲜电商的渗透率，但是我们认为随着未来新冠疫情得到进一步的控制，生鲜到家订单会逐步回落，由于消费者疫情期间体验过各种生鲜电商企业，最终疫情后消费者只会留下几个体验最好的，绝大部分生鲜电商企业的用户不会留存和复购，将进一步加速生鲜电商赛道的优胜劣汰，促进尾部供给加速出清，改善生鲜电商行业供需格局。对于生鲜电商企业来说，不断拓展供应链广度和深度，建立数字化供应链体系才是维持长远发展的根本动力。

图 28：生鲜电商疫情后迎来加速洗牌

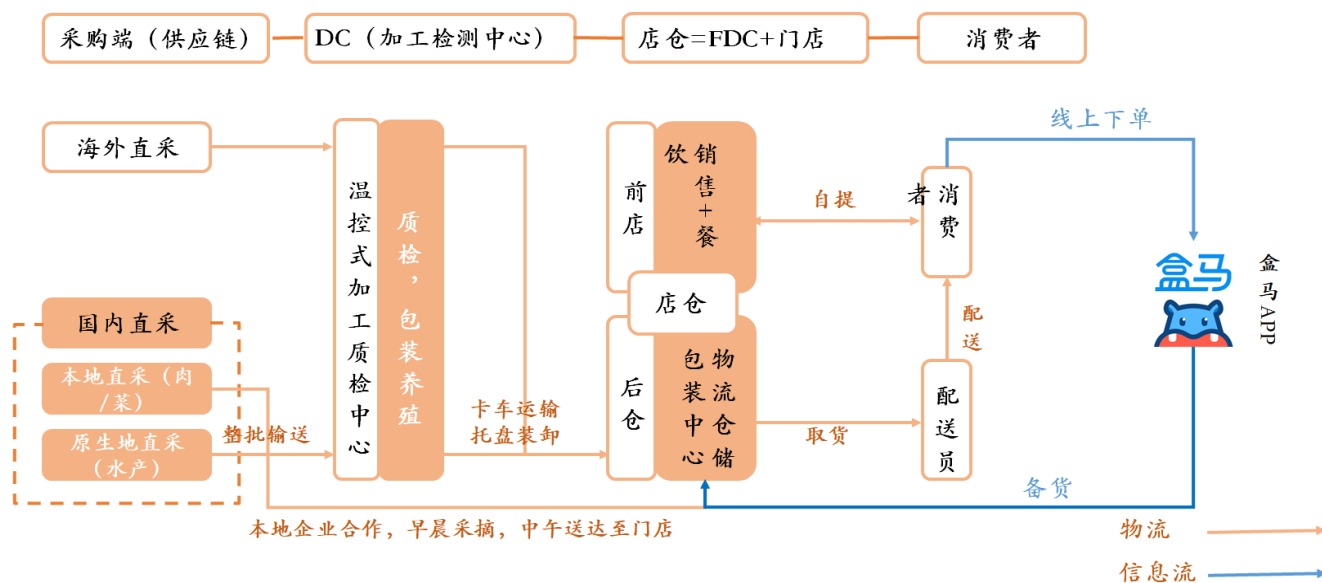


资料来源：天风证券研究所

3.2. 盒马鲜生：重构线下超市的新零售业态，依托阿里加速推进全国性布局

盒马是阿里对线下超市完全重构的新零售业态，采取“超市+餐饮+APP”的模式，为消费者打造社区化的一站式新零售体验中心。盒马鲜生店仓合一，店铺既是线下零售场景的卖场，也是线上购物的仓储中心。对于盒马店铺辐射的3公里生活圈用户来说，无论是到店消费，还是在家通过APP下单后，店铺分拣后，配送员30分钟送达，商品品质、花费时间、服务消费体验都是一致的。同时，在店内购买的生食可在支付一定加工费后，由厨师加工制作，而后在就餐区享用。

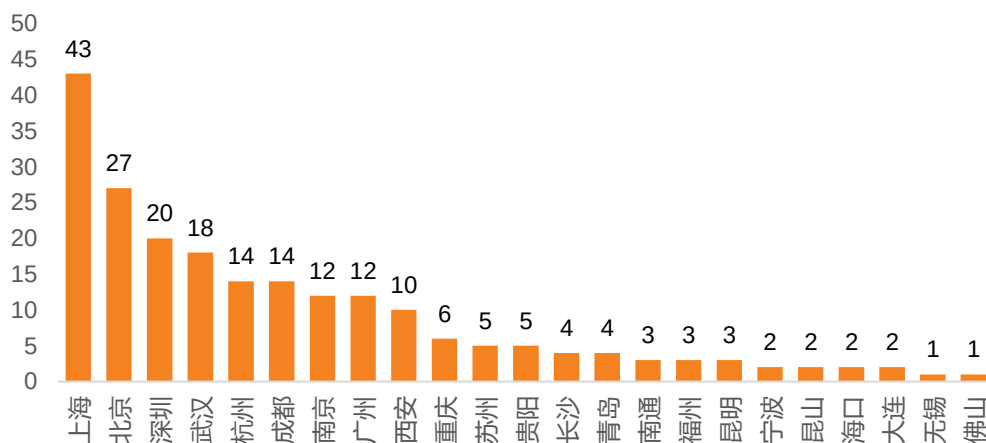
图 29：盒马的上游+中游+前端门店+到家示意图



资料来源：汉森商学院，天风证券研究所

盒马以生鲜类目切入阿里缺失的高频消费场景，后期收割门店周围核心区域3KM范围内的全部流量，目前拥有213家门店。盒马依靠阿里的战略投资，前京东物流&到家项目总负责人侯毅作为CEO，是逍遥子张勇钦点的新零售旗舰项目，加速推进全国性布局。盒马除了自身新开门店内生以外，还会与三江购物、新华都、大润发等联营，以及通过收购深圳岁宝11家超市快速开店。截止目前，盒马已拥有213家门店，分布在北京、上海、深圳、广州、杭州等23个城市。

图 30：盒马门店城市分布

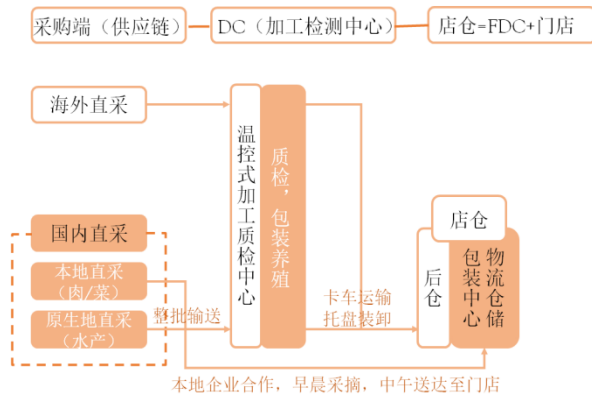


资料来源：盒马微信公众号，天风证券研究所 注：截至2020年2月24日

（1）上游：盒马打造自己的采购供应链体系，倡导建立新零售关系

盒马坚持海外直采、原产地直采与本地直采相结合的方式，同时部分商品与天猫进行统一采购。盒马通过自有供应链重构，把整个供应链缩短，不依赖于经销商，直接走向源头，缩短中间商差价，把最新鲜的商品送到消费者手中。海外直采方面，盒马的团队会从世界各地引进最优质的生鲜产品；国内直采则分为两种模式：①原产地直采：单品比如赣南橙、阿克苏苹果等，国内有成熟基地盒马会到基地做采购；②本地直采：有些品比如蔬菜与肉类等则基于本地直采，跟本地相关企业合作。同时，盒马销售的部分商品，已经实现了与天猫的统一采购。

图 31：盒马采购端示意图



资料来源：汉森商学院，天风证券研究所

图 32：盒马建立新零售关系，推动农业和食品行业供给侧改革



资料来源：盒马官网，天风证券研究院

盒马倡导建立新零售关系，把进场费、新品费等各种渠道费用全部取消，与供应商建立长期的战略合作伙伴关系，引领零售业变革。新零售关系是供应商只需要做好商品研发、生产和品质，零售商则做好消费者服务和渠道建设，把价格变成真正有竞争意义的裸价。盒马会取消招标比价，招标比价把零供关系变成了短期的利益博弈关系，盒马与供应商建立长期的战略合作伙伴关系。同时，盒马呼吁供应商把那些进场费、新品费等各种渠道费用全部取消，把价格实实在在降下来，为盒马量身订作一个新零售渠道，盒马的愿景本质上是要实现制造型零售商的转型。

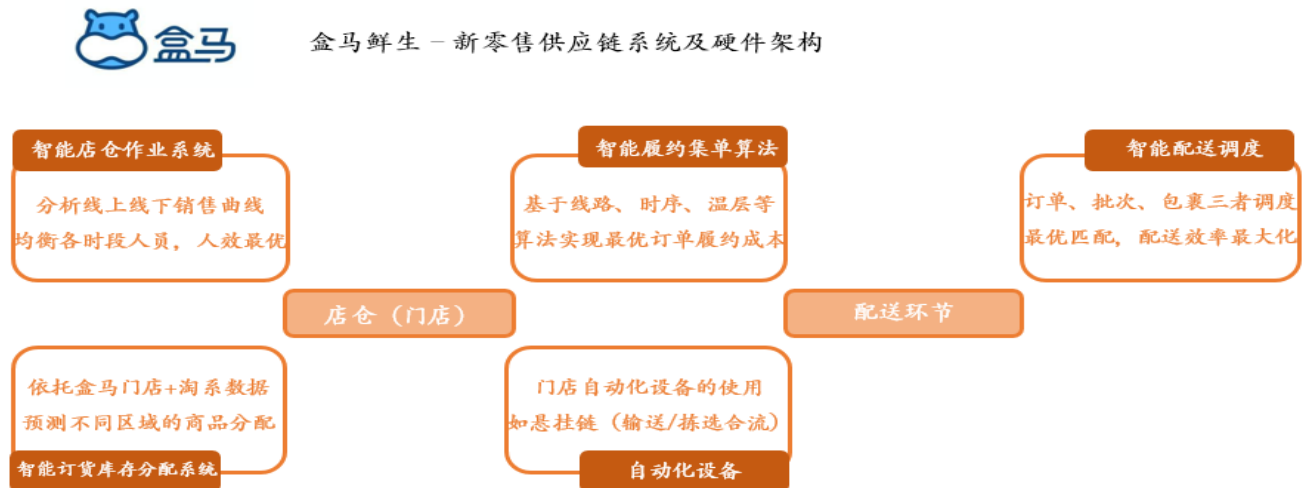
（2）中游：盒马重新构建了新物流体系，以智能化驱动物流支撑发展

盒马 CEO 侯毅是前京东物流&到家项目总负责人，对于传统物流体系进行了重构，最终实现 3KM 内 30 分钟送达的目标。盒马以盒马门店为全链路的轴心坐标，将快消品物流链路分割成门店前和门店后，提高整个物流路线的成本和效率。门店前的物流，盒马走的是大仓(DC)对店仓(FDC/盒马门店)的 B2B 物流模式。门店后的物流，盒马走的是 30 分钟近场景即时配送的外卖模式。根据顾客下单的 SKU 和包裹数量，以及顾客收货地址所在位置，系统自动设计一条最佳配送路线。从顾客下单到收货，采取次日达模式，让整个物流路线成本和效率最大化。

盒马的 B2C 自营模式不同于其他 B2C 生鲜电商，盒马鲜生门店的 FDC 架构在其中起到的全链路轴心作用，即订单是从门店到顾客的近场景完成。①盒马模式，从源头基地到门店，是商品形态；从门店到顾客，是订单形态，且一个订单就是一个包裹；②传统 B2C 的生鲜电商模式，从源头基地到中心大仓，是商品形态。从中心大仓到顾客，是订单形态，且订单会拆成几个快递包裹。其中，从中心大仓到顾客的零散订单路线拉的过长，时效和成本拉的过高。盒马打造的新物流并不止于物流，是要从商品和供应链上重构整个零售体系。

盒马物流在形成不以大仓为主，以门店为链路轴心的智能网络的同时，不断提升盒马物流的智能化水平。盒马物流的智能化可分为五类：1）智能履约集单算法；2）智能店仓作业系统；3）智能订货库存分配系统；4）自动化设备；5）智能配送调度。在这基础上配合盒马门店的悬挂链系统，一个高度自动化设备解决门店场内效率的工具，既可以分区捡货，也不需要让捡货员满场飞跑取货，盒马去中心化、分布式物流网络的效能才搭建的起来。盒马门店既发挥大仓作用，又不是简单替代大仓，以智能化驱动门店作为物流中心的。

图 33：盒马物流的智能化水平



资料来源：汉森商学院，天风证券研究所

（3）前端门店：盒马打造社区化的一站式新零售体验，不断拓展商品品类与衍生新业态

盒马为消费者打造社区化的一站式新零售体验，用科技带给人们处处是便利的“鲜美生活”。盒马门店面积在 6000-10000 平左右，门店卖场划分有蔬果区、休闲食品区、水产区、餐饮区、冷链冷冻区、烘焙区等。盒马在商品配置和选品上与传统超市最主要的差异是借助中高端海鲜进行引流，盒马鲜生的实体店侧重体验消费，在销售商品的同时，融入餐饮业态，餐饮的配置也可以让更多人进入盒马门店消费。

盒马线下门店本质是仓库，是为了给盒马线上引流，盒马本质上是一家互联网企业，不断从零售公司向科技公司转变。盒马是通过数据驱动，线上、线下与现代物流技术完全融合的产物，让门店成为仓库，配送范围内实现了 30 分钟免费送达的智能物流体验。盒马的关键在于将线下客人转化到线上，客户第一次可能是光顾盒马的门店，但是第二次就有可能在盒马 App 下单，线下转化和积累了大量线上用户，盒马成熟门店的销售额主要来自于线上。盒马通过绑定 APP 的会员支付制度，把线下门店和线上销售的数据进行汇集处理，依靠阿里在大数据方面的积累，深度挖掘消费者数据。盒马线下门店可以采取自助收银机和人脸识别支付等，可以为客户节约时间，让消费者充分享受到新零售的价值。同时，盒马将阿里首款 AI 驱动的收银设备 ReXPOS 对零售行业开放，盒马不断开始从零售公司向科技公司转变。

图 34：盒马自助收银机

图 35：盒马新零售操作系统 ReXOS 和智能硬件体系



资料来源：联商网，天风证券研究所

新零售操作系统ReXOS和智能硬件体系



资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

盒马背靠阿里巴巴的资金、人员储备等，不断拓展商品品类，实现 7*24 小时配送，衍生出 F2 便利店、新机器人餐厅等：1）盒马上线 24 小时配送服务，不断扩充服务范围，盒马的定位将从“生鲜新零售”升级为“社区生活中心”，门店成为紧密连接周边社区居民的聚点；2）盒马 F2 便利店项目是以盒马已有的体系资源，小业态的快速灵活，细分到 Office 场景，主打办公人群的餐饮即时需求；3）盒马推出机器人餐厅，通过全数字化的管理提升了人效和坪效，新零售在提升优化消费者的消费体验的同时，还提高了运营效率；4）盒马与全国 200 多个餐饮品牌进行了联营合作，盒马的线下体验和线上为主的销售方式，以及三公里配送半径，餐饮渠道也被重新定义。

图 36：盒马机器人餐厅



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 37：盒马构建出一套新零售 OS 体系



资料来源：南方都市报，天风证券研究所

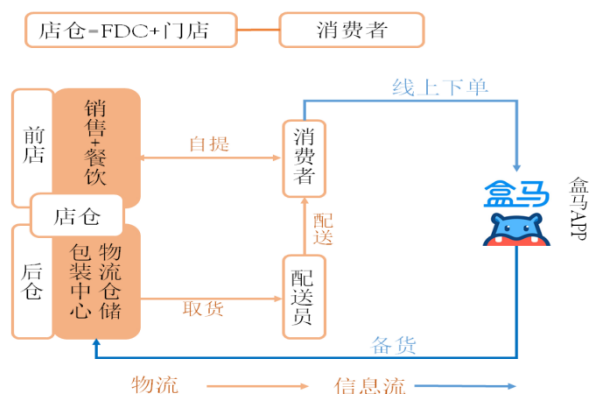
（4）到家：30 分钟近场景覆盖生鲜与外卖到家业务，盒马云超覆盖快消品到家业务

对于生鲜与外卖业务，盒马是 30 分钟近场景即时配送的 B2C 外卖模式，从门店到顾客是 3 公里半径的近场景配送。为了做到“3 公里范围，30 分钟送达”这个效果，盒马精细化现场观察、精细化改进，把前端拣货、后端合单包装、外卖配送分段作业，前端拣货员合单集中拣货补货，后端包装员拆单包装成每个消费者的订单。盒马内仓十分钟，配送 20 分钟，三公里的服务体验，零散订单的路线短、时效和成本在可控范围内，直击传统 B2C 生鲜里时效不及时痛点。

对于快消品业务，盒马云超已经上线，SKU 限定 2 万以内，配送时效延长为次日达，盒马云超比盒马生鲜实体店多出了厨具、日用百货、美妆等。云超的商品品类以大容量洗发水、

饮料、大米和桶装食用油等计划性较强的日用品为主，消费者对此类商品的时效性要求低于生鲜熟食等品类。同时，这类商品如果在门店存储会占用大量的后场空间，不利于坪效优化。因此，云超是所有消费者下单当日的订单在夜间采用卡车等单次运量较大的运输方式，运送至相应门店，第二天在订单量较少的时段配送，尽可能缩短云超订单商品在门店的停留时间。

图 38: 盒马到家业务示意图



资料来源：汉森研究院，天风证券研究所

图 39: 盒马门店悬挂链系统



资料来源：联商网，天风证券研究所

疫情期间，盒马率先承诺不打烊、不涨价，疫情期间线上订单数量同比大涨 220%。在疫情中，盒马全国 200 多家门店不打烊，保证商品供应充足的同时，面对激增的用户需求，也进行了不少新的模式探索。通过“共享员工”、社区集单团购、与中石化等门店合作、停车场自提等方式，盒马的服务能力一直在提升。盒马鲜生在疫情期间线上订单数量同比大涨 220%，平均客单价从去年的 80-90 元下降至 40 元左右，主要原因是疫情期间民生单品需求大增，网上订单主要集中在蔬菜、柴米油盐、方便面，冷冻食品等，同时客户购买频次增加，也摊薄了客单价。Quest Mobile 数据也显示，盒马鲜生 App 春节日均 DAU 同比增长 127.5%。疫情期间，更多人体验到了盒马线上买菜的便捷，新的消费体验广受认可，势必将加速线上线下一体化的进程。

图 40: 疫情间盒马与中石化合作



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 41: 疫情间盒马社区自提点



资料来源：联商网，天风证券研究所

面对疫情期间员工短缺，盒马首创了“共享员工”的做法，同时开启 3 万人的新年招聘计划，目前全国除武汉以外的城市恢复正常运营。2020 年春节，盒马全国 200 多家门店保留了七成运力。随着疫情爆发，线上买菜需求远超预期，门店服务能力受限。2 月 3 日，盒马首创了“共享员工”的做法，盒马对外宣布联合餐饮企业，尝试通过“共享员工”的

方式，缓解用工矛盾；2月12日，盒马开起了3万人的新年招聘计划，一周之内已有6000多人在盒马上岗；2月20日，盒马表示全国主要城市的线上服务能力，已恢复至节前峰值水平，盒马在武汉的线上服务能力也已恢复到平日的80%以上；3月2日，盒马在全国除武汉以外的城市恢复正常运营，配送也普遍恢复了首单免运费。

图 42: 盒马全国开放招聘 3 万个



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 43: 盒马“共享员工”



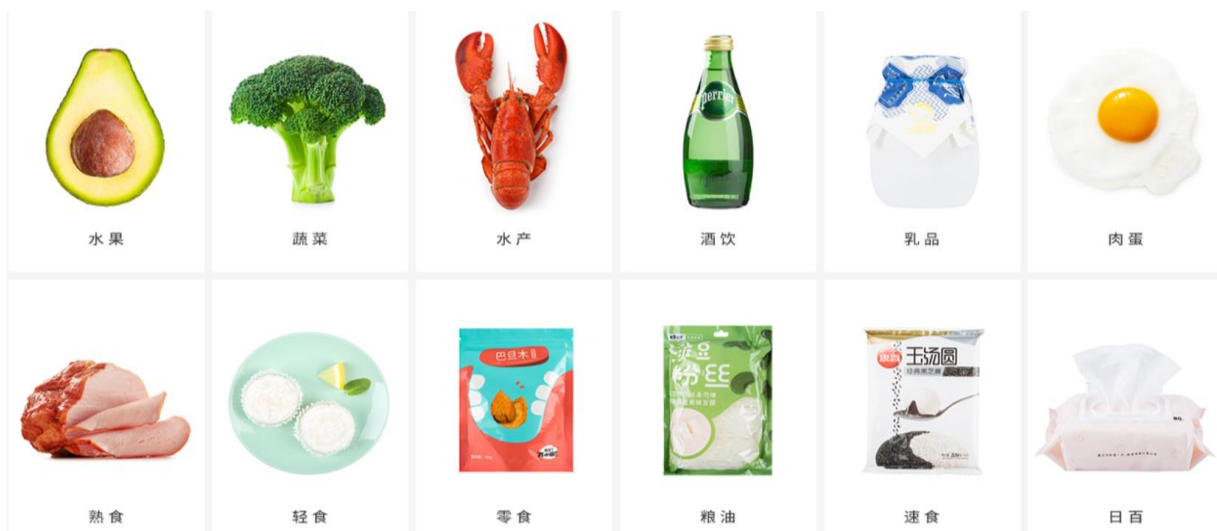
资料来源：联商网，天风证券研究所

3.3. 每日优鲜：前置仓到家模式早期进入者，借力腾讯加速全国扩张

每日优鲜是专注于优质生鲜的移动电商，致力于重构供应链，为用户提供极致的生鲜电商服务体验。每日优鲜连接优质生鲜生产者和消费者，自2014年11月成立至今，已完成在水果、蔬菜、肉蛋、水产、零食、乳品、轻食、粮油、酒饮、速食、轻食、日百12个品类的布局，并在全国20多个主要城市建立起“城市分选中心+社区前置仓”的极速达冷链物流体系，为用户提供自营精选生鲜最快1小时送达服务。

每日优鲜追求品类“全而精”，前置仓内SKU已拓展到3000款，保证产品质量等方式提高用户的认可度。2019年2月起，每日优鲜开始在全国范围内升级2.0版前置仓，前置仓的仓均面积从100-150平米扩展到300-500平米，前置仓内SKU从约1500个增加到3000个，常规生鲜种类已经基本全面覆盖，可以满足用户的一站式生鲜购买需求。品类丰富的好处是为用户提供更多可选商品，满足用户一站式所需的同时，反向刺激用户需求，增加用户的购买量。精选产品的好处在于通过专业采购和品控保证产品质量的同时提高用户的信任度和认可度，从而实现市场占有率的增强。公司未来会进一步完善品类，做到3000款便利商品在前置仓、30000款超市商品在城市中心仓。每日优鲜的目标一直是搭建全品类平台，从而逐步提升用户粘性和市场占有率。

图 44: 每日优鲜 2000 款精选 SKU 涵盖 12 大品类



资料来源：每日优鲜官网，天风证券研究所

每日优鲜通过产地直采、严格品控等方式把握产品的质量，每日优鲜为消费者提供优质产品。每日优鲜平台产品种类丰富，产品来源广泛，得力于每日优鲜专业的采购团队：1) **产地直采**，每日优鲜有专业的食品买手团队，专门负责寻求优质的食材。深入美国、智利、南非、秘鲁、澳洲等多个原产地，选择产品最适宜的气候条件和地理环境下的优质食材。目前每日优鲜已经建立起覆盖全球 30 多个国家和地区的生鲜采购网络，为消费者提供多样化的产品种类。2) **严格品控**，每日优鲜对食材的生长环境、口感、外观或是重量都有严格的把控，从源头保证优质的用户体验。每日优鲜目前拥有 300 多位专业买手，负责在全球 30 多个国家和地区搜寻产品资源并进行产品质量的初次把控。每日优鲜在产地 100% 质检，保证了产品的质量。

图 45：每日优鲜产地分布



资料来源：每日优鲜官网，天风证券研究所

每日优鲜的物流构建的是“城市分选中心+社区前置仓”的冷链物流体系，物流配送有极速达和前置仓两种模式。每日优鲜优势是前置仓把冷链物流延伸到社区，更加接近用户，可以实现更快捷的到家配送服务；无人零售便利购可以利用前置仓进行配补货，通过智能货柜开拓应用场景，实现增量消费。物流配送有极速达和前置仓两种模式。目前极速达覆盖 20 多个城市，主要是一二线城市为主，整体都是省会级以上城市；前置仓有华北、华东、华南、华中四个区，数量超过 1500 个，基于社区为主，主体是 3 公里的覆盖范围。2019 年 2 月起每日优鲜开始在全国范围内升级 2.0 版前置仓，升级之后前置仓订单量大幅增长，日订单峰值为 2000 单，年坪效达到 10-12 万，为传统线下门店的 5-6 倍。目前每

日优鲜损耗率为 1%，库存周转为 2 天。

每日优鲜自 2014 年以来共经历了 7 次融资，后期融资为供应链建设提供大力支持，腾讯已经参与每日优鲜的多轮投资，在资源和线上业务给予大力支持。自 2014 年 12 月以来，每日优鲜持续得到来自光信资本、腾讯、高盛集团、时代资本、Davis Selected Advisers 等全球资金，融资总额在 8 亿美元以上，其中腾讯已经领投每日优鲜的三轮投资。后期融资的主要用途在于上游供应链开发、全国冷链物流基础设施建设以及打造智慧零售技术等。每日优鲜通过战略合作和资源获取等方式与腾讯公司合作，在线上层面占领生鲜优势。从战略合作上来看，腾讯已经参与每日优鲜的四轮投资，在资金上不断给予支持，建立长期战略合作关系；从资源上来看，腾讯利用自身互联网优势在组织人才、管理、技术、市场流量等方面帮助每日优鲜弥补短板，提供配送定位、基础互联、移动互联、网络社交等支持，帮助每日优鲜提升服务能力。

表 5：每日优鲜已经历 7 轮融资

序号	日期	级别	金额	投资方
1	2018/9/6	D 轮	4.5 亿美元	腾讯、保利资本、高盛、时代资本、Davis Selected Advisers 领投，Tiger Global、Sofina 跟投
2	2017/3/1	C+轮	2.3 亿美元	老虎基金、时代资本跟投、元生资本领投
3	2017/1/20	C 轮	1 亿美元	浙商创投旗下管理基金领投、腾讯、联想创投、韩国 KTB、远翼、华创资本跟投
4	2016/4/28	B+轮	2.3 亿人民币	远东宏信、华创资本
5	2015/11/12	B 轮	2 亿人民币	腾讯、浙商创投
6	2015/5/23	A 轮	1000 万美元	腾讯、光信资本-
7	2014/12/19	天使轮	500 万美元	元璟资本、光信资本

资料来源：企查查，天风证券研究所

每日优鲜未来继续采用与巨头共存竞合等方式占取资源，形成自身独特优势，发力方向从消费互联网转向产业互联网。每日优鲜在 2018 年资本寒冬中获得 4.5 亿美元融资，未来会继续采用与巨头共存竞合等方式占取资源，开展技术创新和模式创新，盯紧 C 端用户需求，同时具备大同整合 B 端产业链的能力。每日优鲜于 2018 年 9 月推行“百城万仓亿户”计划，即覆盖 100 个城市，拓展 1 万个前置仓，服务 1 亿户，为用户提供生鲜 1 小时送达服务。每日优鲜未来的定位是成为线上的社区商业服务中心，所有用户在社区需要的商品和服务三十分钟都可以送到。

疫情期间，每日优鲜迎来订单量和客单价明显提升，交易额翻了 3 倍。疫情发生之后，每日优鲜快速成立疫情响应小组，首先解决员工和服务的防疫问题，站点、配送设备、配送员和一线工作人员都做了相应的安全防护，消毒措施按 SOP 标准执行管理。同时，从疫情爆发到现在，每日优鲜实现了果蔬肉蛋与生鲜产品的充分供应。平台每天供应 1000 吨新鲜蔬菜，水果、牛奶、粮油、速食以及生活日用品供应充足，鸡蛋日均供应 100 万枚，基本满足需求，鲜肉在 2 月 4 日已经恢复供应。每日优鲜数据显示，春节期间，每日优鲜交易额同比增长 350%，客单价达到 120 元。公司供应链能力经受住疫情的考验，目前整个平台的售罄率控制在 10%，9 成以上的订单实现 2 小时达，定单当天可以全部交单。

疫情期间，每日优鲜与西贝、眉州东坡在人力调配上展开合作，缓解配送压力。疫情爆发以来，每日优鲜在上游供应侧紧急协调各路资源，深入内蒙古、云南、山东等产地协调货源，形成了充足稳定的供应。不过在产品进入分选加工环节时，公司碰到了人手不足的问题。每日优鲜与西贝、眉州东坡在人力调配上展开合作，西贝和眉州东坡会分别提供仓库

和共计数百名员工，以按件计费的方式，为每日优鲜将毛菜加工成成品菜。每日优鲜、西贝与眉州东坡在这次疫情中的合作案例，既是一种群策群力、共克时艰的开放式创新，也对企业的资源共享扩大化迈出了探索性的一步。

图 46：每日优鲜与西贝、眉州东坡合作



资料来源：联商网，天风证券研究所

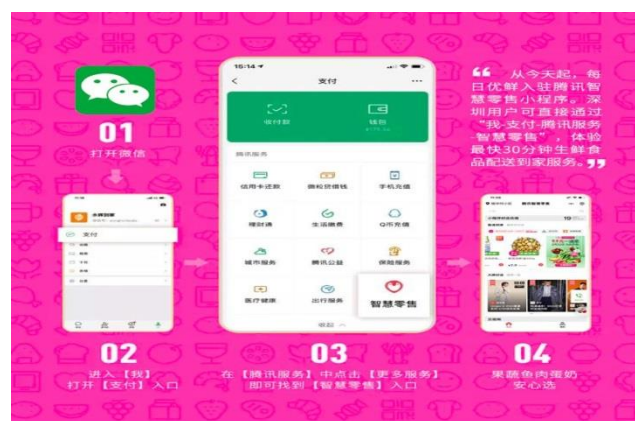
同时，每日优鲜嫁接微信“智慧零售”入口，每日优鲜获得腾讯的超级流量盒，将获得持续稳定的流量利好和增长空间。在新冠疫情大背景下，微信宣布开放“智慧零售”深圳入口，联合每日优鲜等优质商家在微信客户端“我-支付-腾讯服务-智慧零售”板块，为消费者提供生鲜食品及日用百货的极速到家服务。此次腾讯智慧零售开放微信入口，将为每日优鲜导入大量用户，将获得持续稳定的流量利好和增长空间。尤其是在疫情之下，不少 60 后、70 后用户开始尝试线上生鲜消费，并直接从打开成本更低的微信进入每日优鲜。每日优鲜则可借此接入新一批高频用户，成为前置仓品牌中的“增量大户”。同时，腾讯智慧零售的微信入口还将逐步放量，并陆续在北京、上海、广州、成都、重庆等地落地，每日优鲜将通过智慧零售小程序，为更多消费者提供优质的生鲜极速到家服务。

图 47：每日优鲜与腾讯合作



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 48：每日优鲜嫁接微信“智慧零售”



资料来源：联商网，天风证券研究所

3.4. 叮咚买菜：深耕社区服务多年切入社区生鲜，精细到家服务构筑壁垒

叮咚买菜前身耕耘社区服务 5 年，2017 年公司正式成立叮咚买菜，精确定位买菜到家服务，2019 年底已在上海、杭州、宁波、苏州、无锡、深圳 6 个城市开设近 550 个前置仓。

叮咚买菜的前身是叮咚小区，2014 年梁昌霖创立上海壹佰米网络科技有限公司，自主研发了专为小区生活而服务的手机端应用——叮咚小区。叮咚小区由最开始的上海浦东张江附近的 20 多个服务站，甚至发展到了北京地区。经过 4 年经营的积累和对社区需求的判断，2017 年公司正式成立叮咚买菜，精确定位买菜到家服务。叮咚买菜植根于上海大本营，截至 2019 年 12 月份，叮咚买菜在上海、杭州、宁波、苏州、无锡、深圳 6 个城市开设近 550 个前置仓，日均订单量超过 50 万单，单月营收已达 7 个亿。

图 49：耕耘 5 年深谙社区服务



资料来源：公司官网、天风证券研究所

叮咚买菜以仓为店，贴近社区，后台支持、前置仓管理、到家服务是支撑叮咚买菜前置仓模式的三大发力点。叮咚买菜前置仓 SKU 在 1800 个左右，叮咚买菜已经在上海、苏州、杭州等区域高速发展，将品类丰富、品质保障、价格优惠的生鲜高效配送到家，快速赢得用户口碑和市场份额。从未来城市布局看，叮咚买菜植根于上海，主要以一线城市为主。因为一线城市的节奏非常快，时间成本更高，买菜到家服务市场需求更大。叮咚买菜以二线城市为辅，三、四线城市暂时不会涉及，单仓面积将升级，出单能力大大增强。

1) 后台支持：IT 技术+总仓标准化。创始人技术出身，公司技术实力较强。依托公司本身 IT 实力为公司提供大数据支持，比如对农产品的预估；对某个产品销量的预估；库存、天气、促销、库存、损耗的精准把控。历经小规模城市采购过渡阶段后，公司进入总仓标准化成熟阶段。初始阶段量小、注重存活率，因此依靠城市批发市场采购，现在开始逐步建立总仓，将大大提高农产品标准化。由总仓统一进行专业的分包、分检、包装，提高营运效率，降低损耗。

表 6：叮咚买菜十大专利技术

序号	专利名称	专利类型	申请号	法律状态	发布日期
1	一种运输智能温控系统	实用新型专利	2017211401404	授权	2017/9/7
2	一种智能柜系统	实用新型专利	2017211834928	授权	2017/9/15
3	一种太阳能保温箱	实用新型专利	2016210381485	授权	2016/9/5
4	一种带气流伞的电动自行车	实用新型专利	2015208346154	授权	2015/10/26
5	一种安全通话头盔	实用新型专利	2015209710557	授权	2015/11/30
6	一种订单自动分配方法及系统	发明专利	2016101589915	实质审查的生效	2016/3/21
7	一种一键操作的控制方法及控制系统	发明专利	2016110614085	实质审查的生效	2016/11/25
8	一种储物箱及其配套机构	发明专利	2018101252826	公布	2018/2/7

9	一种运输方法及导航方法	发明专利	2016109569318	实质审查的生效	2016/10/28
10	一种分布式图书交流系统	发明专利	2016109035753	实质审查的生效	2016/10/17

资料来源：wind，天风证券研究所

2) 前置仓管理优化：商品配置全方位满足客户需求，新仓的管理分段推进以平衡损耗和缺货。商品配置全方位满足客户需求：一方面在商品淘汰机制中，对一些没有盈利的商品也会根据排行榜评估顾客购买需求，做到有求能应；另一方面由于叮咚买菜是本地化管理，生鲜上架及时性高，所以叮咚对季节变化的反应敏捷，大大提高了叮咚买菜的竞争力。新仓管理采用分段推进模式，当它达到预期的效果以后才会全力投入。定货太多会增加损耗，订货太少导致缺货甚至顾客流失，这种新站分段推进模式相对较好的平衡了损耗率和缺货问题。

3) 到家服务精细化：依靠高时效、高质量、超预期的服务为顾客带来更高的附加值。高时效方面，高准时率是叮咚买菜到家服务的核心竞争力。叮咚快递员基本上在半个小时内准时送货到家，满足顾客的快捷需求；高质量方面，商品质量保证，严格管控差评。以基围虾为例，快递员出发前会再检查一遍虾的存活率；超预期服务方面，超预期的客户服务体验。进行一些满减、满赠活动，捕捉顾客心理。

叮咚买菜自 2018 年 5 月以来经历 8 次融资，受到资本市场的较高关注。2018 年 5 月，叮咚买菜获高榕资本天使轮投资，7 月获达晨创投、红星美凯龙 A 轮投资，9 月再次获高榕资本 A+ 轮投资，10 月老虎基金、高榕资本、琥珀资本参与 B 轮投资；11 月红杉资本中国参与 B+ 轮投资，12 月今日资本也投资了叮咚买菜，2019 年又受到两次 B+ 轮融资。叮咚买菜自 2018 年 5 月以来经历 8 次融资，资本支持较为积极。

表 7：叮咚买菜融资情况

序号	披露日期	融资轮次	投资方
1	2019/7/24	B+ 轮	星界资本、CMC 资本、BAI 贝塔斯曼亚洲投资基金、启明创投、龙湖资本
2	2019/3/20	B+ 轮	CMC 资本、今日资本、鸥翎投资
3	2018/12/19	B+ 轮	今日资本
4	2018/11/21	B+ 轮	红杉资本中国
5	2018/10/25	B 轮	老虎基金、高榕资本、HUPO HARMONY CAPITAL MANAGEMENT LTD
6	2018/9/21	A+ 轮	高榕资本
7	2018/7/19	A 轮	达晨创投、红星美凯龙
8	2018/5/16	Pre-A 轮	高榕资本
9	2016/11/12	股权融资	涌铎投资

资料来源：天眼查，天风证券研究所

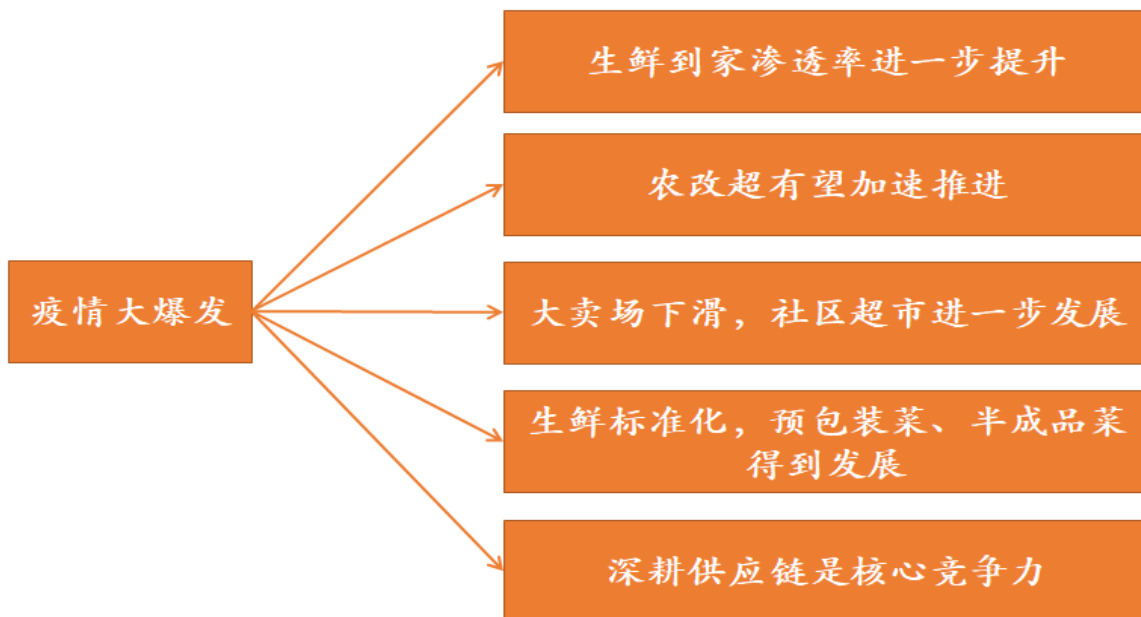
疫情期间，叮咚买菜整体订单量增长约 80%，客单价增加约 70%，对防疫、保民生等工作带来了帮助，发挥了企业应有的价值。新冠肺炎疫情爆发以来，叮咚买菜在上海市场的表现不错，不仅是订单量、销售额数据表现，更重要的地方在于此次疫情期间，对当地的防疫、保民生等工作带来了帮助。叮咚买菜大年三十订单量较上月增长超 300%，整体订单量约增长 80%，客单价增加约 70%。由于人手紧缺，叮咚买菜通过租用电动汽车等方式提高每次送单量，一般情况下一个配送员一次能配送七八单，而租用电动汽车后，一个配送员一次能送 80~100 单。在品类上，叮咚买菜在正月初七推出“大份简装”等新品类，平均价格下降 30%，直接产能提高 30%，该品类的推出也让平台的中差评率下降到 0.5%。

4. 总结

在新冠疫情的催化下，有望进一步提高生鲜到家的渗透率，具有供应链优势的头部超市和生鲜电商企业将强者恒强，而小企业则会被加速淘汰出局。如果说 2003 年非典的爆发促进了国内 B2C 的全面启动，那 2020 年初的新冠疫情则可能加速生鲜到家的发展。疫情是一次短期事件，之后大部分消费者可能还是会重返线下，线下门店依然是多数消费者的首选，而此次疫情也对于生鲜到家做了一次普及，培养了部分用户线上消费生鲜的习惯，部分消费者会得以在线上留存，生鲜到家的渗透率有望得到提升。不过无论是对于生鲜电商还是超市到家，供应链能力将是长期致胜的关键，具备供应链优势的头部超市和生鲜电商企业价值将进一步凸显。

同时，除了生鲜到家渗透率进一步提升以外，我们认为此次疫情还将推动零售行业呈现**农改超、社区生鲜超市、生鲜标准化、深耕供应链等趋势**。①农改超：根据艾瑞咨询数据显示，2018 年农贸市场在我国生鲜零售渠道中占比为 56.1%，超市为 38.8%，电商渗透率为 4.1%，其他渠道占比约为 1%。此次疫情会进一步让有关部门和消费者认识到许多农贸市场的脏乱差，超市在生鲜流通渠道的占比未来有望进一步提高；②社区生鲜超市：此次疫情背景下，除了生鲜到家大高增长以外，社区生鲜超市也逆势增长，一二线城市大卖场向下趋势已经不断明显，社区生鲜超市有望得到进一步发展；③生鲜标准化：此次疫情过程中，大部分人不得不在家做饭，未来生鲜标准化有望被提上日程，预包装菜、半成品菜将占据一定的市场；④深耕供应链：疫情检验了各家零售企业的供应链能力，具备供应链优势的企业才能够长期发展下去，深耕供应链才能在未来发展中占据优势。

图 50：疫情带来零售行业变化



资料来源：天风证券研究所

5. 投资建议

疫情推动优质超市短期销售明显提升，同时疫情将加快农改超进程，优质超市公司通过内生外延提升市占率，同时通过自身 APP/小程序/第三方平台等具备一定到家能力，优质超市公司价值将不断凸显，优质超市公司具备长期投资价值，重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁、高鑫零售等。

风险提示：

①**宏观经济波动风险：**宏观经济增速放缓，疫情存在更大范围蔓延的可能，影响消费者信心和购买力，对零售业经营产生影响。

②**市场竞争激烈的风险：**商品同质化竞争激烈，零售业不断面临新业态和新场景的挑战，行业竞争加剧。

③**生鲜电商盈利能力不足的风险：**疫情前生鲜电商发展并非一帆风顺，2019年下半年陆续爆出生鲜电商企业关店甚至倒闭的事件，生鲜电商赛道步入洗牌期，主要原因是生鲜品类高频低毛利损耗高、供应链弱、履约成本高、消费者在线上购物生鲜习惯未养成、同质化竞争激烈等。

④**门店拓展不及预期：**疫情期间消费者减少外出，客流量减少，对零售业门店拓展产生影响，部分超市门店拓展可能不及预期。