超市产业链梳理　未来的增长点在哪里?

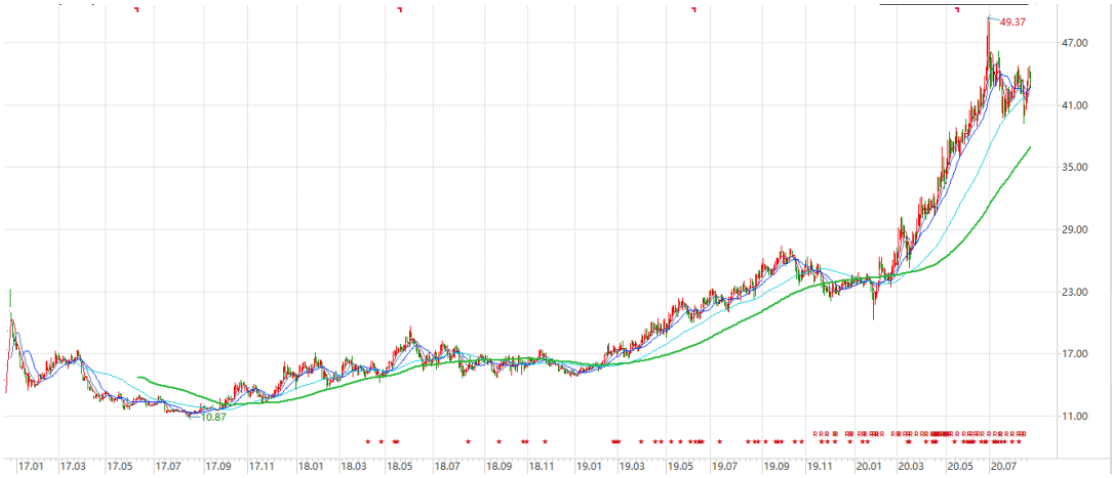
今天，我们研究的这个行业，　随着电商快速发展，这条产业链被冲击很大，店铺平均面积在缩减，外资门店纷纷关门，导致行业处于低迷期。然而重新梳理后，其又找到了自身的增长点，后续的增长不再是与电商的对抗，而是合作共赢抢占其他渠道的利益。

我们先来看一下代表龙头的画风：



图：巨头 A 股价走势

来源：Wind



图：巨头 B 股价走势

来源：Wind



图：巨头 C 股价走势

来源：Wind

巨头 A，2019 年，收入增速为 20.36%，净利润增速为 5.63%，卫生事件期间涨幅为 44.26%，当下回调 19%；

巨头 B，2019 年，收入增速为 19.90%，净利润增速为 6.43%，卫生事件期间涨幅为 115%，当下回调 12%；

巨头 C, 2020 年中报，收入增速为 4.97%，净利润增速为 16.76%，卫生事件期间涨幅为 48.88%，当下回调 22.8%。

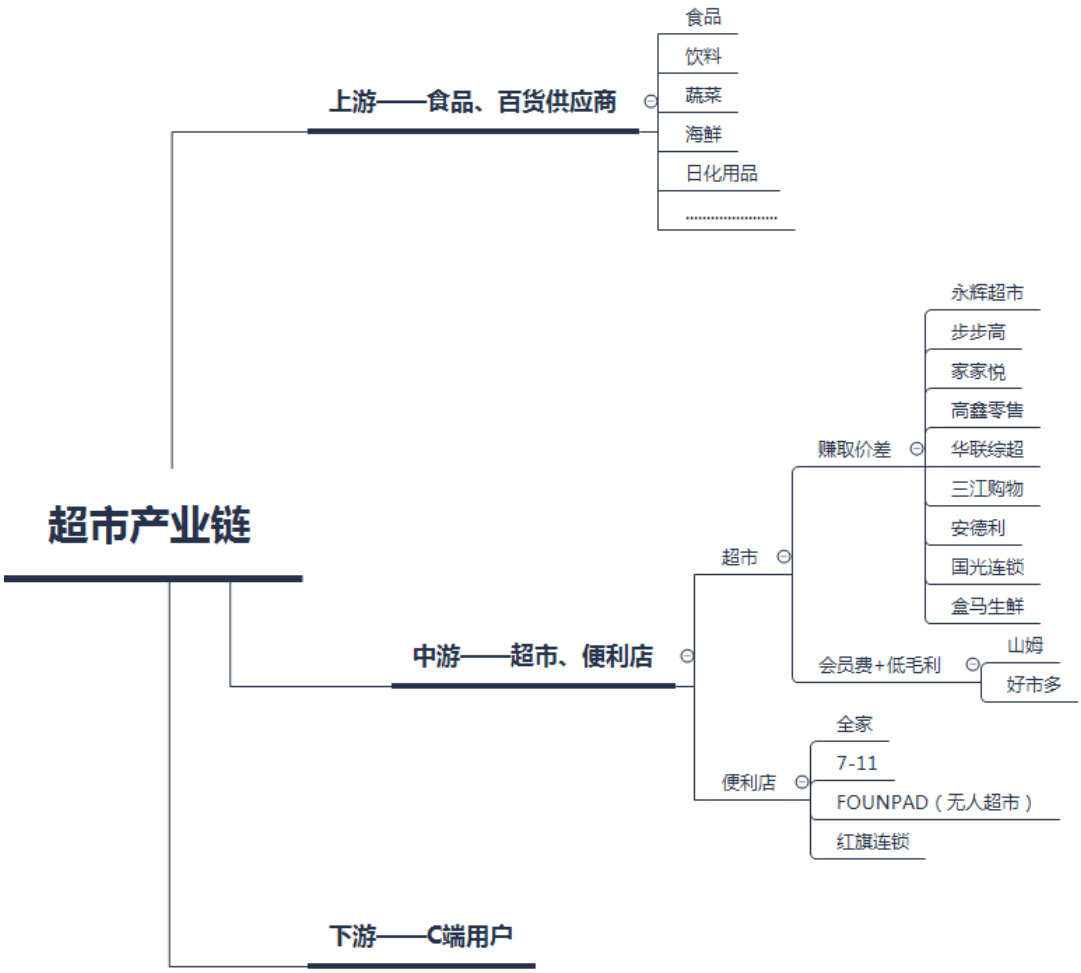
上述三家公司分别是**永辉超市、家家悦、高鑫零售**。今天，我们要研究的产业链是：**超市产业链。**

所以，这条产业链，眼下需要我们解决的几个核心问题：

一是，超市这门生意，未来的增长点在哪里？

二是，面对电商替代的威胁，行业内公司之间的对比，什么才是核心壁垒？

(壹)



图：超市产业链

来源：塔坚研究

超市，本质上充当渠道运营商角色，提供一个场地，供 C 端用户采购商品。由于超市的品类覆盖食品、饮料、蔬菜、日化用品等相对高频的日常生活用品，其供应商种类十分复杂。

由于线下超市的产品基本同质化，因此，各家在商业模式上进行了一些差异性调整，商业模式大体分为两类：

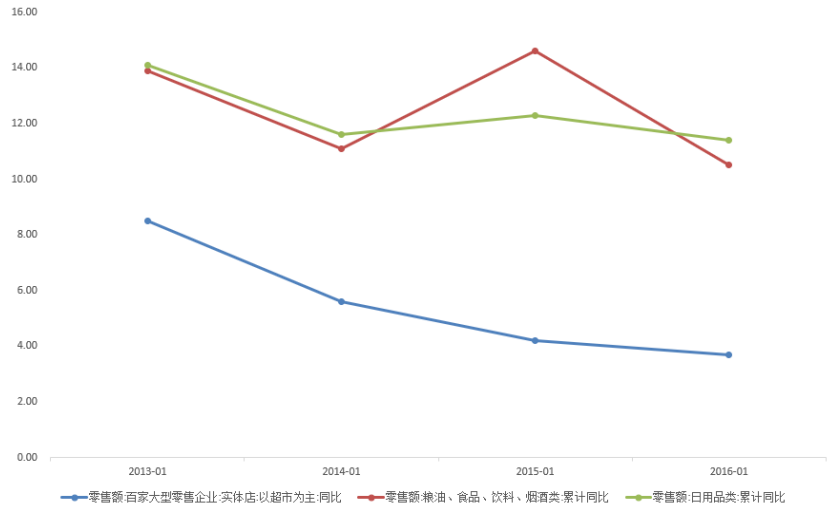
一类是低买高卖，赚取商品价差，代表公司有家家悦、高鑫零售等，毛利率大致在 22%-27%之间，净利率为 3%左右。

一类是会员制，以会员费（固定收入）为主，而商品本身的价差不明显，代表公司好市多、山姆（沃尔玛旗下高端会员制商店），毛利率为 13%，净利率为 2.4%。

从简单的财务数据上来看，上述两种商业模式，净利率水平差别不大。那么，作为一门传统生意，未来的增长点在哪里?

(贰)

超市的货架上，兜售的产品主要与"吃"和"用"相关，因此其作为一种购买渠道，行业的增长通常跟随社零总额增速相关。关于超市零售额相关的数据不多，但这个渠道的产品都归属于宏观数据社零的子科目，因此我们通过几组社零相关的数据来看。



图：超市零售额增速 VS 食品饮料、日用品零售额增速

来源：Wind、塔坚研究

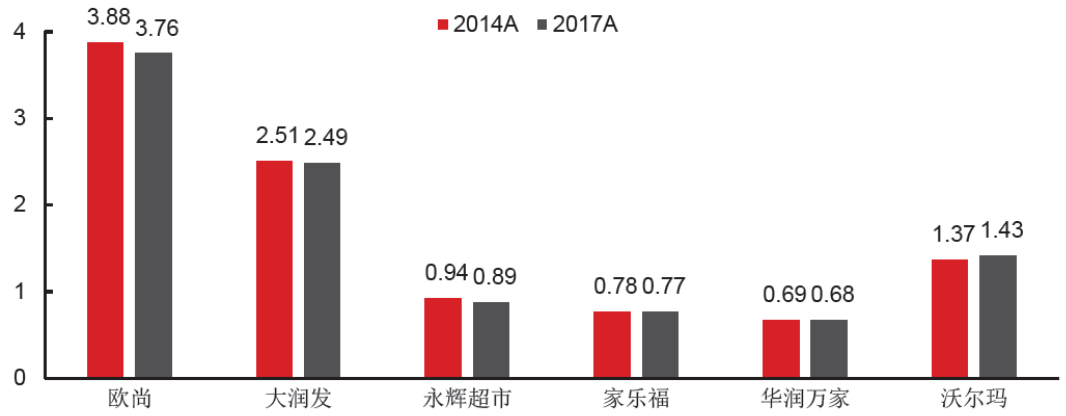
根据可查询的数据来看，实体店超市的零售额增速（3.7%）大幅低于大行业整体增速(食品增速 10.50%、日用品增速 11.40%)，注意，超市作为综合型的线下消费渠道，为什么会出现明显弱于社零平均水平的情况?

答案：被线上平台替代。

近年来由于互联网、移动终端、快递业务等相关配套服务的快速发展，超市货架上保质期长、标准化程度高的产品，被较快的抢占市场份额。这意味着，从行业整体的维度来看，线下超市较难跑赢社零整体，即整个大消费行业。

并且，微观的调查同样可以与宏观数据相验证，根据凯度和贝恩的调研，2012 年到 2017 年，家庭年均大卖场购物次数有 24.6 次下滑到 21.3 次，购物量从 94.5 千克/升下滑到 87.4 千克/升。此外由于保质期相对较长的标准化产品，比如粮油、日化等在大卖场中的展示面积逐步减少，国内各大卖场的单店面积也出现了下滑趋势。

图 20：2014 年、2017 年中国前五大超市平均单店面积（单位：万平米）



图：主要卖场单店平均面积变动

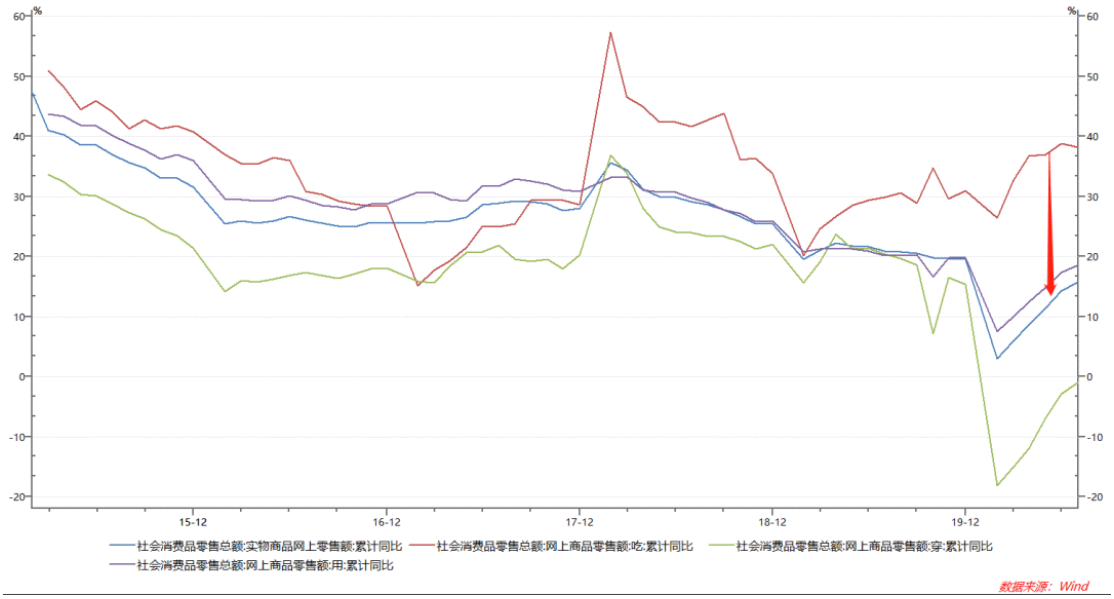
来源：中信证券

既然传统线下超市，会逐步被电商取代，那么，对于线下超市这门生意来说，如何转型才会有机会重回增长?

(叁)

首先，我们来看社零中，哪一个细分赛道的增长较为快。

我们将社会消费品网上零售总额大体分为三类，分别是“吃”、“穿”和“用”。根据统计局发布的数据来看，自 2017 年底网上零售品总额中，“吃”这个板块的增速大幅领跑整体线上零售额增速，成为其主要的增速贡献量。



图：社零中网上销售中各个科目增速情况

来源：Wind

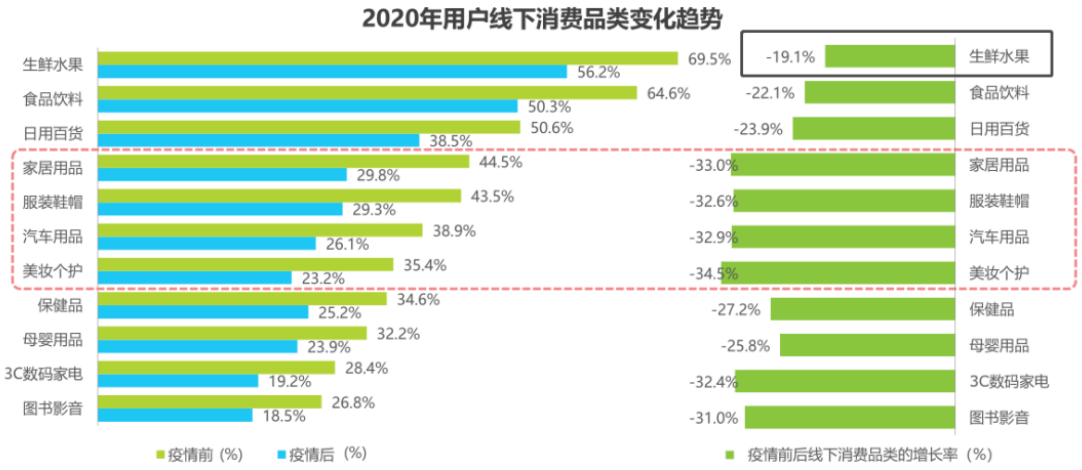
所以，“吃”是一个值得关注的高增长板块，那么，对于超市来说，摆在它面前的问题就是，卖哪一款“吃”的？怎么卖？

其实，这个问题的本质就是：在所有“吃”的品类中，超市作为线下渠道商，卖什么，容易捍卫自身渠道优势？

答案：生鲜食品。也就是说，线下超市“生鲜化”，才是未来的长期趋势。

生鲜食品供应链的护城河，要显著高于其他标品。尤其是今年受到卫生事件的影响，出行减少，线下消费行为全面缩减，但并不代表生鲜的需求减少。

根据艾瑞咨询统计的用户线下消费变化趋势可以发现，家居用品、汽车用品、美妆个护、服装类产品受到影响较大，消费者纷纷缩减这部分开支或者转移到线下采购。然而在线下消费整体萎缩的前提下，生鲜水平的缩量较少。



图：卫生事件后线下消费变化趋势

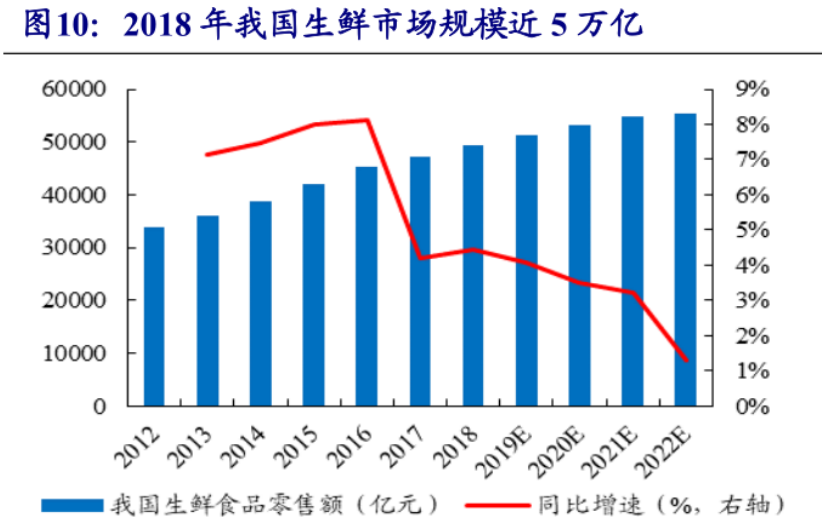
来源：艾瑞咨询

注意，即便在卫生事件干扰，出行受到抑制的情况下，生鲜消费的需求仍在，并且也很难被线上替代。

那么，生鲜这条出路，线下超市能够 PK 的过线上吗？

（肆）

生鲜消费，具有高频、刚需、保质期短、易损害的特点，由于产品标准化程度不确定，因此，线下消费很难被线上替代。根据欧瑞统计，2018 年我国生鲜市场的规模为 4.93 万亿，过去五年年复合增速为 6.5%。



图：生鲜市场规模

来源：开源证券

生鲜，其本身的不易保存、损耗高等属性，构成了电商渗透率提升的障碍。根据欧瑞统计，2010 年到 2018 年，生鲜市场电商渗透率仅仅从 0.3%提升到 5%，而同期其生活用品，比如 3C 产品、服装、日化等产品的渗透率都已超过 30%。

通过塔坚研究一直以来对行业、公司增长空间的观察，能够发现渗透率的推进存在一定规律：

渗透率水平低于 10%，说明行业的发展还处于探索阶段，商业模式能否走通，存在较多不确定性，市场质疑的点也会比较多；

渗透率水平处于 10%到 50%，行业处于高速发展、扩张中，行业及其参与的公司都处于跑马圈地环节，收入伴随渗透率的提升，将会呈现收入暴涨的现象；

渗透率水平高于 50%，说明行业进入成熟期，逐步会进入存量市场竞争。

透过这个规律来看，生鲜，线上渗透率不及 5%，且逐年提升幅度不大的情况，本身也能说明其商业模式存在较多障碍，因此，替代线下超市的压力并不显著。

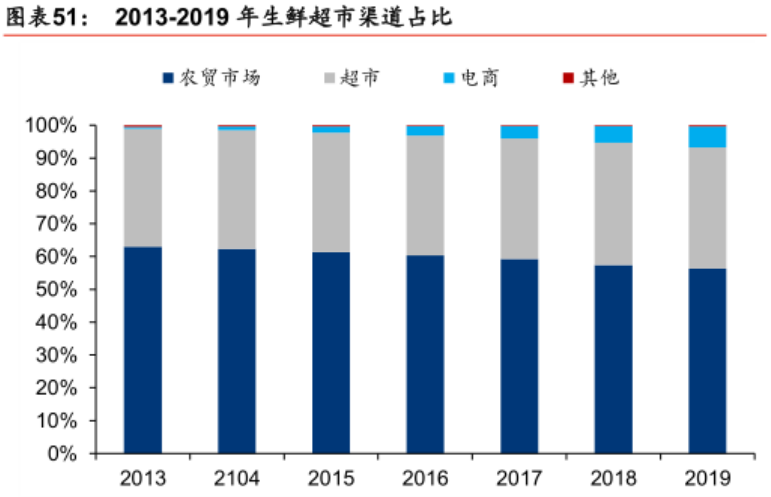
并且，根据波士顿咨询数据，60%的消费者在购买生鲜产品后，会顺带购买超市其他产品，这就意味着，生鲜既是超市未来增长的主动力，也担当引流线下零售店其他品类的作用。

那么，生鲜零售这个领域的竞争格局如何，未来又会如何演变？

（伍）

生鲜零售领域与其他零售品类非常大的不同在于——除了超市和电商外，核心大渠道其实是**农贸市场**。

2019 年，生鲜渠道中，农贸市场占比为 56%，而超市占比为 37%。从动态占比波动情况来看，2013 年到 2019 年，农贸市场占比从 63%下滑到 56%，超市占比从 36%上升到 37%。



图：2013-2019 年生鲜产品渠道占比情况

来源：华泰证券

因此，我们认为，从近五年的生鲜产品渠道商的维度来看，超市要抢占的仍是传统农贸市场渠道，而非与是电商之间的直接 PK。

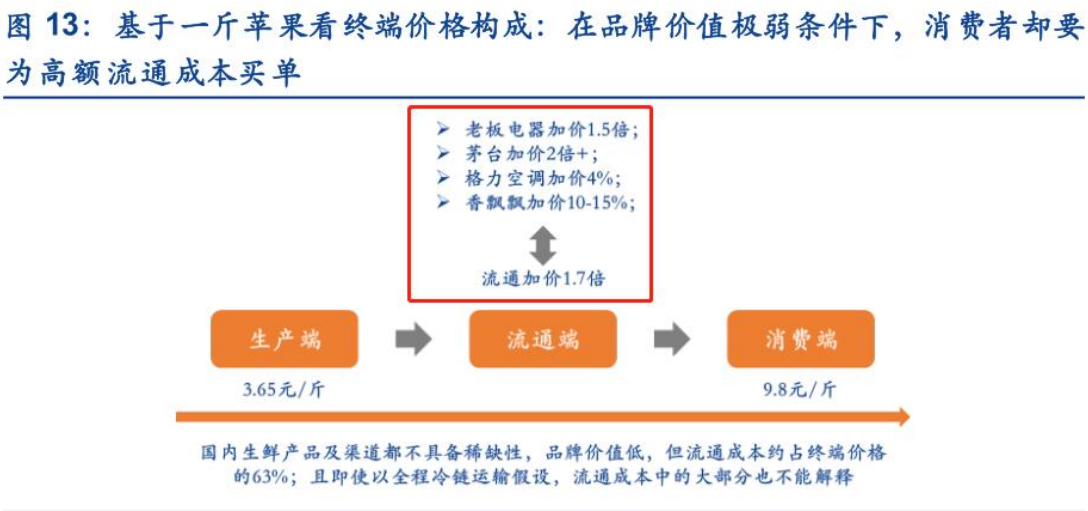
那么，接下来要解决的问题是，如何抢占农贸市场份额?

我们从成本的维度来探究答案，从消费者的角度来看，选择农贸市场、超市还是生鲜电商，取决于：在产品品质相近的情况下，谁能以更加低的成本完成流通。

我们将生鲜产品，从产地到用户手中，经过环节梳理一下，来看成本主要发生在什么地方，链条如下：

农户（提供生鲜产品）——生鲜运输（冷链物流）——大仓库（前置仓）——卖场——消费者（自行购买/快递配送）；

根据安信证券测算，一斤苹果从陕西农户手中买到终端消费者来看，农户手中的售价为 3.65 元，消费终端的价格为 9.8 元，**注意，中间流通环节加价 1.7 倍。**



图：生鲜产品流通环节加价情况

来源：安信证券

我们将中间的流通成本拆分为三部分：

一是，仓储、运输和租金成本，此处属于刚性消费，占流通成本的比例为 32%；

二是，各渠道参与者利润加成总和，占比为 51%；

三是，生鲜产品的损耗和包装成本，占比为 16%；

注意，成本的大头是中间商差价和仓储运输，仓储运输方面，大型生鲜电商和线下超市较为成熟，具有明显优势，但在渠道参与者分成上，两者在短期内还无法显著优于农贸市场。

从目前行业内参与者的发展战略来看，目前各家走的也是线上线下融合的模式，还没有进入到超市 PK 电商的阶段，比如：

京东到家与永辉超市、步步高、家乐福、华润万家合作，提供末端一公里配送；

高鑫零售则与阿里合作，通过海鲜达完成末端一公里配送；

家家悦，线上程序下单，线下由于由家家悦员工负责配送，有些门店与美团合作，由美团负责配送。

因此，对于生鲜零售市场来说，目前的主要增长驱动力，是超市和电商共同抢占农贸市场份额。

我们参照发达国家，生鲜产品超市端的渗透率大致在 70%到 90%之间，我们以此为一个远期目标，考虑到我国物流基建较为发达，因此在这个渗透率中，

我们选取中位区间，即，远期我国超市+电商的渠道占比会达到 80%水平。

2019 年，超市与电商端渗透率合计占比为 42%，假设乐观情况下，我国未来 5 年达到发达国家水平，保守情况下，10 年达到，同时再叠加生鲜市场 3%提价幅度（CPI 水平）。

以此，得出预期超市+电商渠道，保守情况年化增速为 9.86%，乐观情况为 17.17%。

	年化增长
保守情况（未来10年 渗透率从42%达到80%）	13.75%
乐观情况（未来5年 渗透率从42%达到80%）	6.66%
生鲜CPI （长期）	3%
渗透率叠加CPI增长（保守）	*9.86%*
渗透率叠加CPI增长（乐观）	*17.16%*

图：超市+电商渠道预期增速测算

来源：塔坚研究

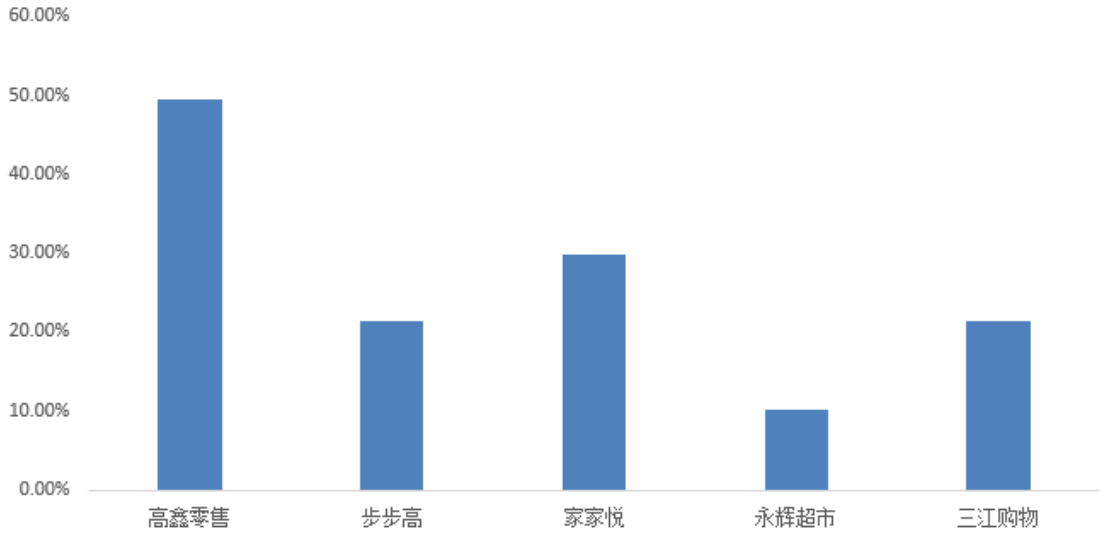
（陆）

行业增速明确后，我们再看具体的竞争情况，看谁的市占率提升更快。

需要注意的是，此处我们关注的市占率，并不是超市之间的互相竞争，而是看谁在替代传统农贸市场方面，存在显著的优势。

从供应链对比来看，很难对比出经营效率的情况。

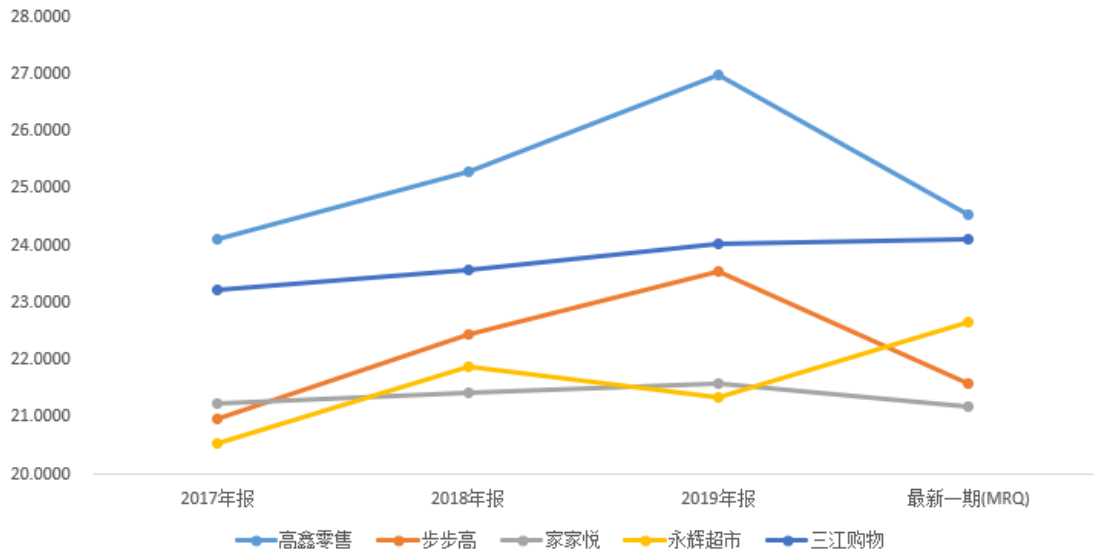
超市领域，供应链不共用，各家都需要自建供应链，导致资产都较重（固定资产占比从 10%到 50%之间不等）。



图：可比公司固定资产占比情况

来源：塔坚研究

永辉、家家悦、高鑫零售等中大型超市其扩张的步伐都是直营或并购，并不采用加盟的方式来扩张，目前，各家的毛利率水平差距并不大（22%到 24%之间）。



图：可比公司毛利率情况

来源：塔坚研究

注意，供应链差距虽然不大，但由于不共用，带来了一个非常特殊的行业特点——地域垄断。

一家超市在在当地完成供应链后，后发者的竞争优势并不显著，因此，存在一定"占山为王"的特点。

注意，这个特征，是生鲜零售领域非常重要的护城河，能在生鲜零售领域做的更好，与占据区域的农业禀赋高度相关。

当地农业越发达，供应链成本、参与者利润分配成本、损耗成本都会显著降低，因此，替代传统农贸市场的优势也更大。

我国有五大蔬菜基地，分别是广东湛江南菜北运生产基地（广东省），云南元谋等地反季节菜生产基地（云南省），环渤海山东（山东省）、苏北大路菜生产基地（江苏省），西北河西走廊地区西菜东运生产基地（甘肃），张北地区大白菜生产基地（河北省）。

而各家对应的区域分别为：

步步高——立足于湖南市场（目前转型主攻超市）；

家家悦——立足胶东，辐射山东地区，通过并购进入安徽、河北市场。接近蔬菜根据地源头（山东、河北）；

永辉超市——以福建为大本营，辐射北京、重庆地区，覆盖国内 24 个省份；

高鑫零售——旗下有大润发和欧尚，全国性超市卖场连锁；

三江购物——覆盖江浙地区；

注意，所占农业根据地数量为首的，是家家悦，根据地为山东，同时开始向河北、安徽扩张，而其中河北也是蔬菜根据地。

(柒)

替代逻辑梳理清晰后，我们来看几家超市的静态数据对比：

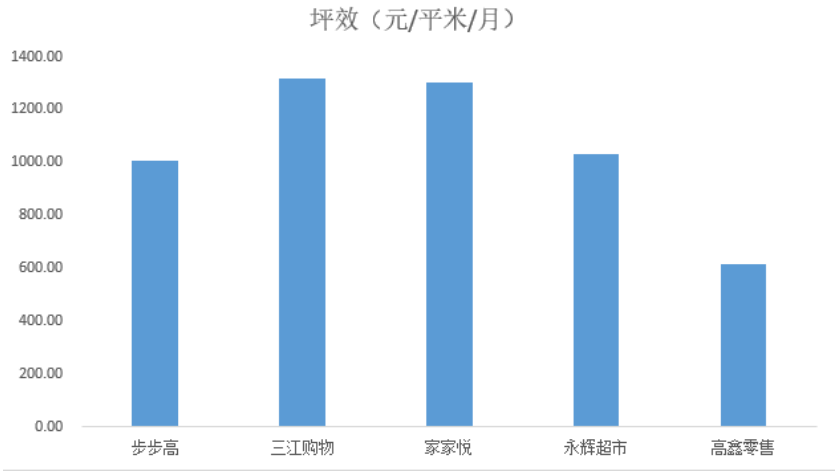
1） 生鲜产品占比：

	生鲜产品占比
步步高	26.00%
永辉超市	43.74%
家家悦	43.02%
高鑫零售	综合超市，未披露具体品类占比
三江购物	31.00%

图：可比公司生鲜产品占比

来源：塔坚研究

从代表公司的产品结构上来，永辉、家家悦的生鲜产品占比较高，其次是三江购物。而步步高和高鑫零售未披露具体产品结构情况，主要原因在于其为综合性超市。 2）坪效水平



图：可比公司坪效情况 来源：塔坚研究

从坪效水平上来看，家家悦、三江购物数值较高，主要是这两家都是区域性生鲜超市，由于对外扩张步伐不明显，因此内部运行效率较高。而永辉超市由于其全国性扩张，新开店铺会拉低整体运营效率。所以，其坪效与头部的三江购物仍有一定差距。

3）供应链规模

永辉超市——2019 年，拥有 19 个常温仓、11 个冷链仓，总运作面积为 60 万平方米，其物流配送范围涉及 28 个省份；

家家悦——2019 年，拥有总面积 35.8 万平方米的常温、保鲜、冷冻、冷藏等各类型仓库，物流系统辐射范围在湖南、广西、江西、四川；

步步高——2019 年仓库面积合计 35.76 万平方米，其中 30.11 万平方米为自有面积，配送区域主要有湖南、广西、江西和四川；

高鑫——未披露。 4）线上平台接入程度 由于生鲜电商，从消费升级的角度来看，解决的用户从超市到货到家的过程。而几家商超也都纷纷对接上线流量平台。比如永辉超市、沃尔玛、步步高、华润万家、家乐福都接入的是京东平台，目前来看接入阿里淘宝平台的有高鑫零售，且阿里为其第二大股东。

表 3：超市行业企业“新零售”布局

企业	形式	时间	合作对象
永辉超市	线上平台接入	2015.12	京东到家
沃尔玛	线上平台接入	2016.1	京东到家
永辉超市	新零售业态门店：超级物种	2017.1	腾讯
天虹股份	新零售业态门店：sp@ce	2017.1	
新华都	新零售业态门店：海物会	2017.5	
步步高	新零售业态门店：鲜食演义	2017.6	
高鑫零售	新零售业态门店：大润发优鲜	2017.7	
百联集团	新零售业态门店：RISO	2017.6	
世纪联华	新零售业态门店：鲸选	2017.8	
步步高	线上平台接入	2018.3	京东到家
华润万家	线上平台接入	2018.4	京东到家
高鑫零售	线上平台接入	2018.3	淘鲜达
家乐福	线上平台接入	2018.8	京东到家

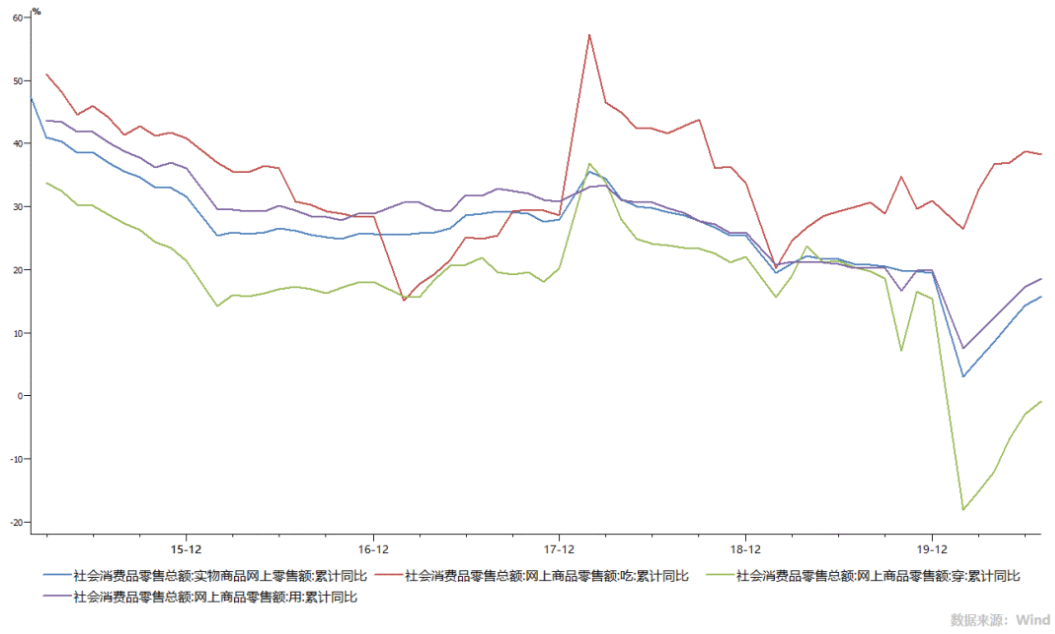
图：超市行业与线上平台合作　　来源：东方证券

（捌）

接着来看一组行业内的高频跟踪数据：

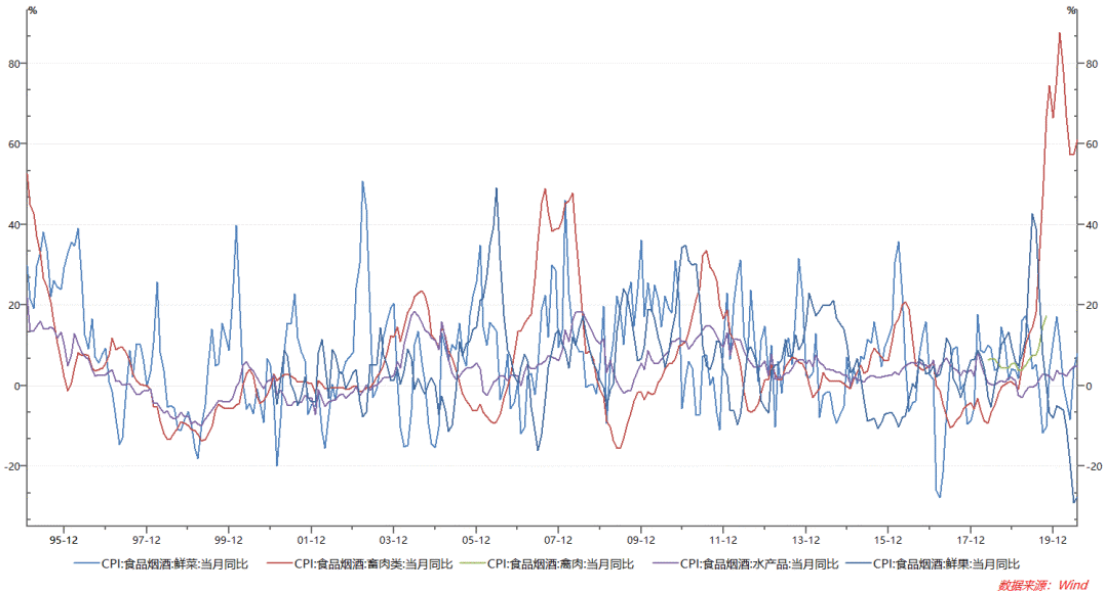
1）社零消费品中网上消费品累计同比 VS 整体水平 （月频）

该数据为渗透率表征数据，观测其被替代的程度。



图：网上社零数据　来源：Wind

2）生鲜板块各大产品的 CPI 波动情况 （月频）



图：生鲜 CPI 情况　来源：Wind

（玖）

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱.....

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版报告库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准

确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。