

兵马未动，粮草先行

——生鲜供应链深度报告

许荣聪

021-68407349

xurc@cmschina.com.cn

S1090514090002

宁浮洁（研究助理）

021-68407349

ningfujie@cmschina.com.cn

报告日期：2018年8月6日

概要：

- **生鲜供应链存在哪些痛点？**生鲜供应链体系涉及生产、采购、流通以及零售，从农业、物流到零售横跨三个产业，产业对接不均衡、效率不匹配，生鲜从生产到消费成本高、损耗高、加价高。规模采购与生产端分散化矛盾，物流端与零售端的矛盾，生鲜商品属性与基础设施矛盾，反映在结果上，消费需求旺盛与商品标准化矛盾，新零售与农贸市场的矛盾。**在生鲜供应链上建立现代化的生鲜采购体系，从信息流、物流、资金流维度解决农业、物流与零售体验的生鲜痛点。**
- **商品端：倒逼供应链改革，品类视角看生鲜：集中度不高、损耗率高，加价率低。**生鲜不同品类生产、物流及销售管理标准化程度不一，整体来看养殖上游产业化区域集中度强于种植。生鲜核心涉及猪肉、蔬果、水产品等，猪肉上游养殖形成南北双雄，流通端基于冷链物流等，运输半径扩展，但物流和零售效率仍有待提升；水产，已经形成上游的产业化趋势，但产业集中度水平不高，产品的标准化、运输问题仍是水产的问题。蔬果，上游种植产业集中度不高，严重依赖冷链等基础设施，区域运输半径小，采购的标准化问题难以短期解决，产品损耗率高。
- **生鲜新零售供应链模式对比：超市VS开放平台。**国内现代化的供应链企业主要分为两种模式，现代化的超市和依托互联网的开放类平台B2B，超市全产业链的管控，国内诞生永辉超市和家家悦的超市企业，而外资受制于采购、物流中心等，在生鲜供应链采购上实力不强，以沃尔玛、家乐福和大润发为代表。开放型供应链平台依托互联网，互联网收集下游订单，担当一批商或准生产商的角色，提升物流规模和效率，区域化分布仓储，向终端餐饮、超市等输入生鲜供应链，以善之农、美菜、宋小菜为代表。我们认为以封闭型供应链为代表的永辉超市和家家悦效率足够高，能够持续长牛。而以互联网为依托的B2B的生鲜供应链企业有望诞生独角兽。

一、生鲜的痛点在哪里？

- 1、产品流通半径小、滞销是常态；
- 2、流通环节多，流通链条长，产品损耗大；
- 3、生产端产品质量缺乏标准、产品安全难以有效控制；
- 4、渠道端加价率高。生产端和采购端信息不对称，价格不透明，价格大幅上涨：一级批发市场到二级批发市场，价格上涨幅度为30%-40%；二级批发市场到零售市场上涨200%。



- 5、农产品及生鲜产品渠道销售分布情况：菜场78%的占比，依旧是主导地位；

- 6、农贸市场个体商贩对产品的信息处于信息不对称的状态；

- 7、农贸市场个体商贩没有议价能力、劳动强度大（基本每天20小时工作）；

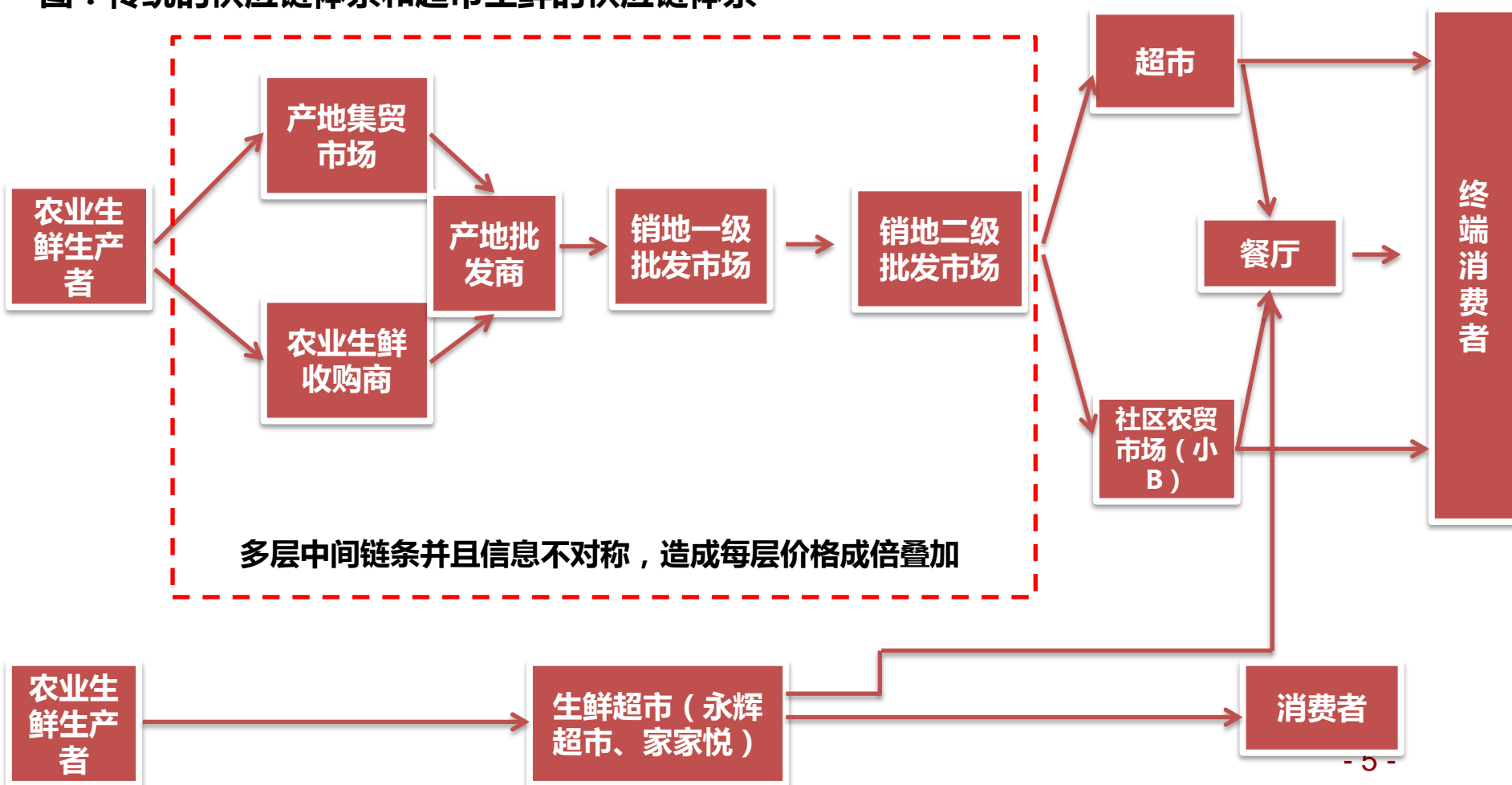
- 8、普通消费者希望获得新鲜、安全的食材，苦于成本、物流等难点，难以获得；



传统供应链VS现代供应链体系

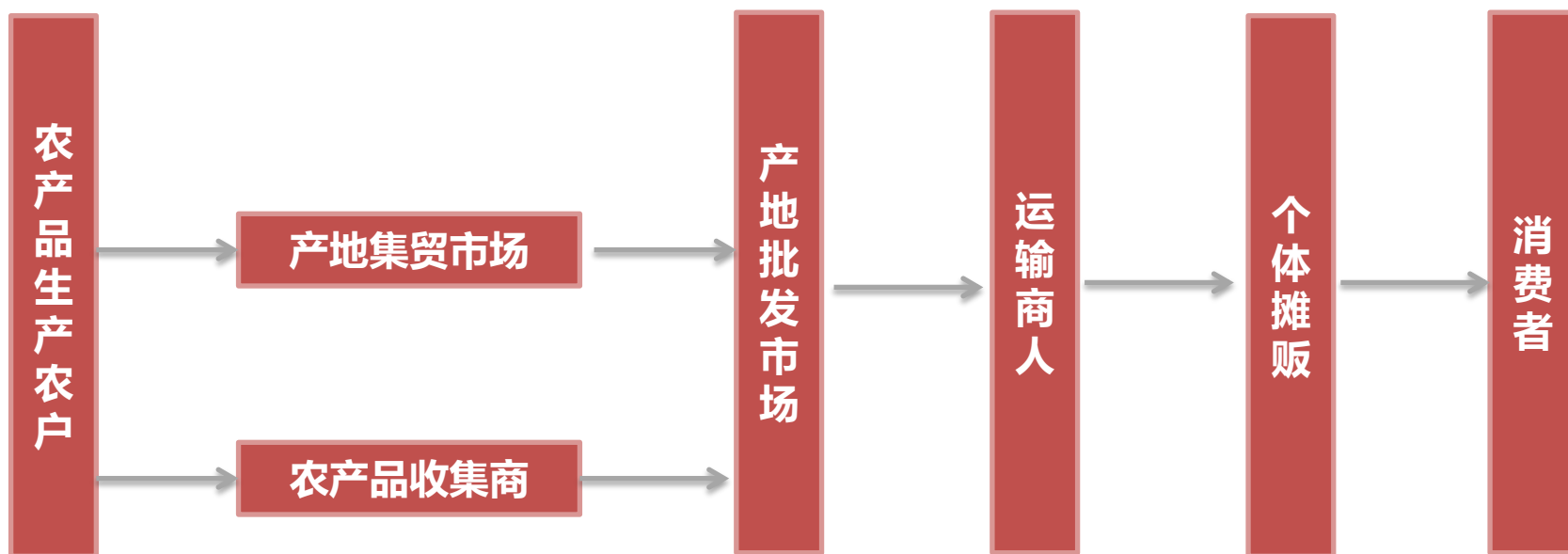
超市代表现代生鲜农产品物流供应链模式。国内生鲜供应链体系存在两种模式，传统的供应链体系和现代化超市的供应链体系；而开放平台式的生鲜供应链体系正在形成，以永辉彩食鲜、美菜、宋小菜、善之农为代表的第三方供应链体系，控货不控店整合上游种植养殖基地，收集小B端订单，实现规模集采集运等。而对比来看，封闭式的现代化体系超市效率更高，开放式的生鲜供应链体系次之，但整体高于传统的生鲜采购模式。

图：传统的供应链体系和超市生鲜的供应链体系



以农贸市场为中心的传统模式中间渠道多、效率低。生鲜生产的销售一头是分散的农户，一头是有组织的市场，二者在信息流、物流以及资金流的方面的衔接难度较大。以蔬菜为例，一头是分散的生产大棚蔬菜的农户，另一头是城市超级市场蔬菜区，只有实现两头衔接才能完成蔬菜的销售。目前的做法主要是通过小商贩或者农户自己将蔬菜运至产地批发市场，批发商再将蔬菜从产地批发市场运至销地批发市场，再通过城市配送中心配送至各个农贸市场。

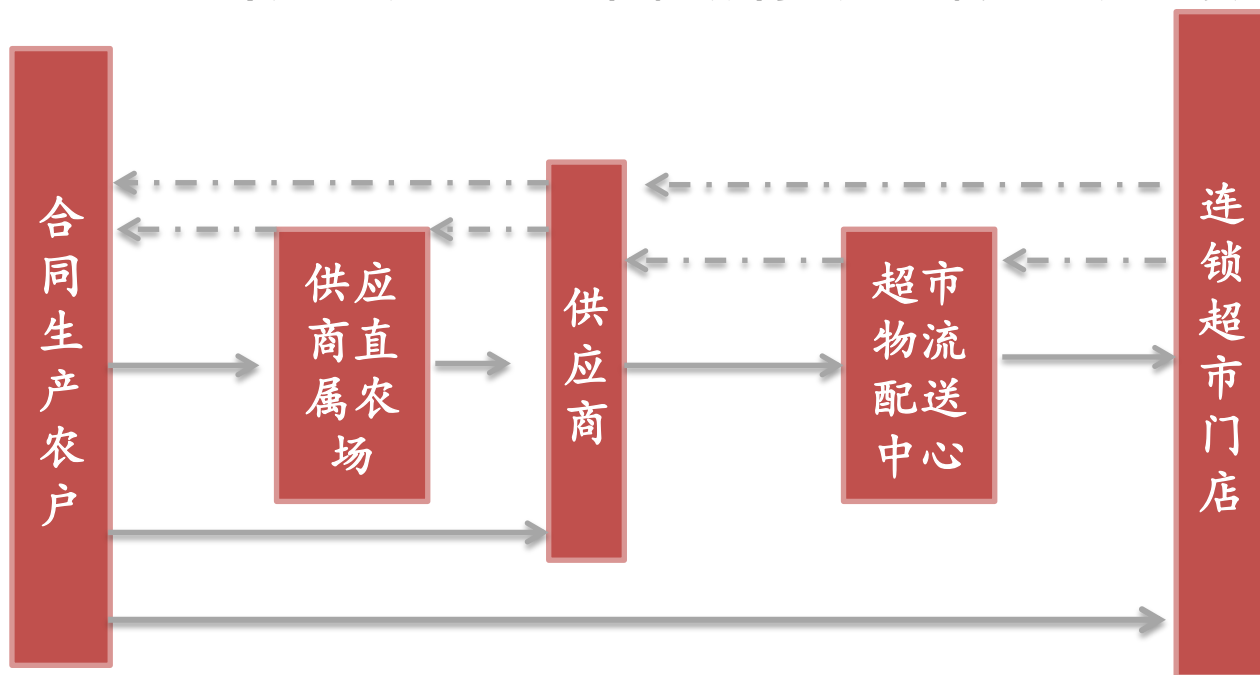
图：传统农贸市场为主体的生鲜供应链模式



数据来源：产业调研 公司公告 招商证券

超市代表现代生鲜农产品物流供应链模式。以超市为中心的现代生鲜农产品物流供应链模式，相较于传统的模式来说，生鲜农产品比较优质和安全，产品价格相对较高。国内目前能达到以超市为中心的现代化模式的地市和企业较少，国内以永辉超市、家家悦等为代表的生产供应链企业形成全产业链衔接的平台，中后端的强管理形成前端的高粘性。

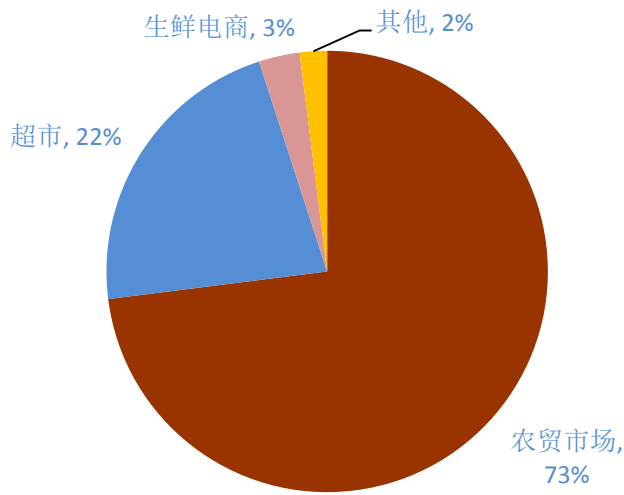
图：现代化超市开启“农改超”的路径，强调商品流把控，实现全流程控货



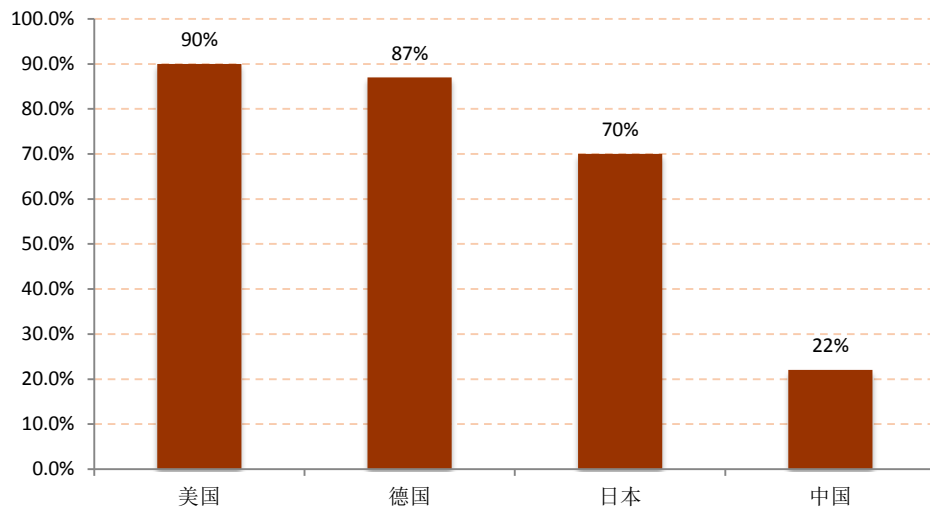
数据来源：产业调研 公司公告 招商证券

超市代表现代生鲜农产品物流供应链模式。以超市为中心的现代生鲜农产品物流供应链模式，相较于传统的模式来说，生鲜农产品比较优质和安全，相对来说产品价格较高。国内目前能达到以超市为中心的现代化模式的地市和企业较少，以永辉超市、家家悦等为代表。而就生鲜流通来看，国内仍是以传统的农贸市场为主要流通渠道，与海外成熟国家的超市流通存在较大的差距。**在超市当中，能够实现直采直营只占一定的比例；国内在生鲜供应链仍是以多级采购分销的模式进行，现代化的生鲜超市承担全产业链流通的角色，从规模化采购、运输设备、冷藏设备等领域提升产业链效率，是国内生鲜消费的趋势。**

图：国内市场销售渠道主要集中于超市



图：国内生鲜销售渠道与欧美国家相比存在差距



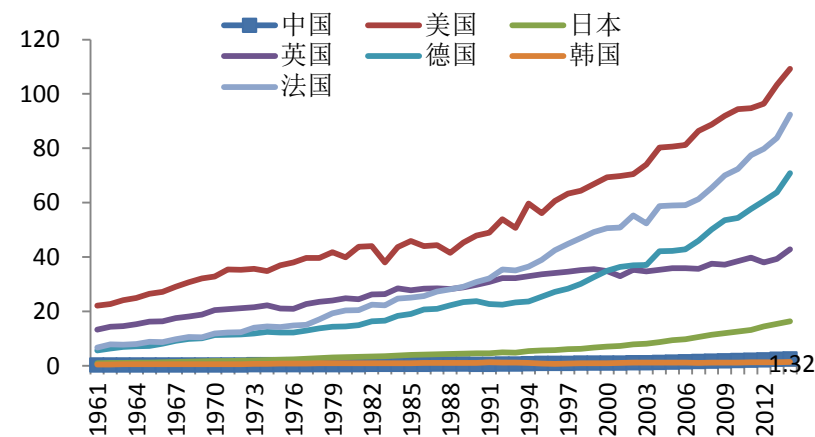
现状：产品流通半径小、滞销是常态

第一，生鲜生产具有季节性和周期性；国内生产的蔬菜和水果都是固定季节收获，决定了生鲜从收获到消费具备较短的时间周期，而在此期间生鲜运输必须解决实时性运输问题；

第二，生鲜上游较为分散；绝大多数单个用户为“小生产”方式，和欧美等国家农场式的“大生产”方式无法比较，这一特点加大了物流的配送难度。国内从事农业人口达到2.27亿人，单位耕地面积人数远高于成熟国家。

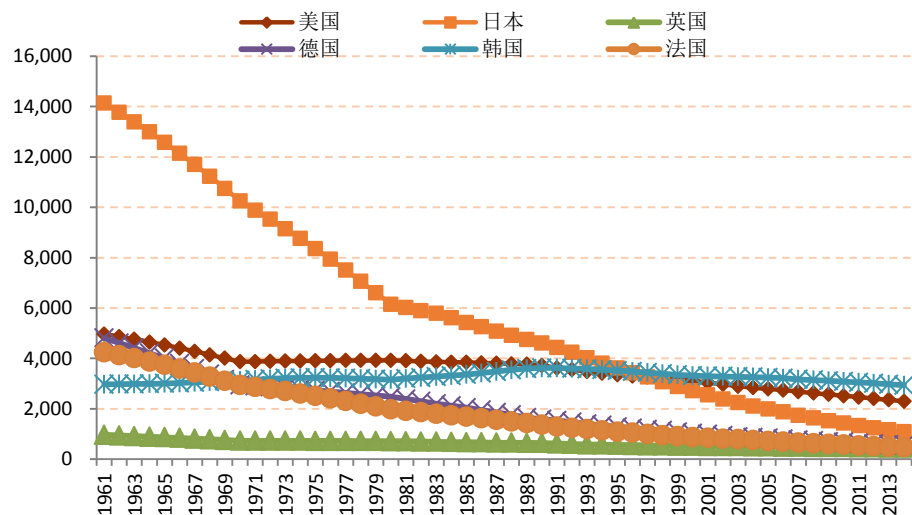
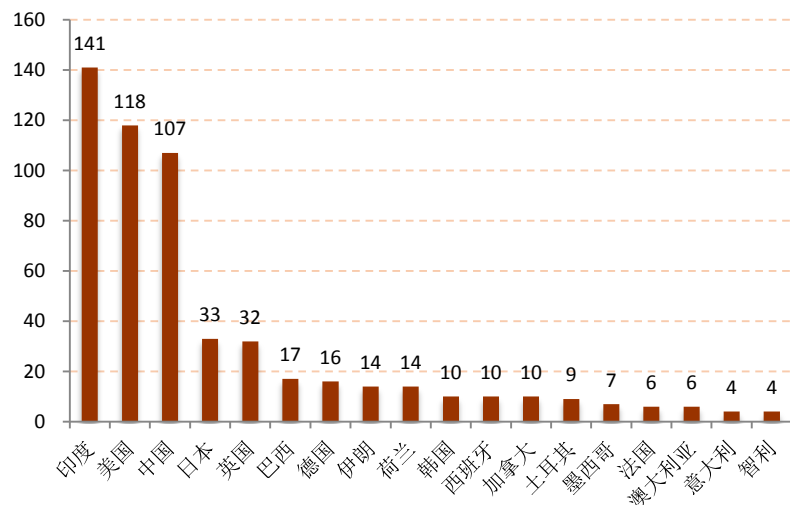
生产端的周期性、季节性和分散性决定了生鲜运输具备“时效性、易腐性和鲜活性”。生鲜产品对时效性要求尽量缩短生鲜农产品物流半径，提供包括运输技术、仓储物流设施、配送技术等等，实现高品质的极速物流体验。生鲜易腐性特点，要求改变传统的生鲜农产品恒温物流，加强冷链物流及低温物流。

图：中国农业从业人员人均产值水平较发达国家低



数据来源：美国农业部 招商证券

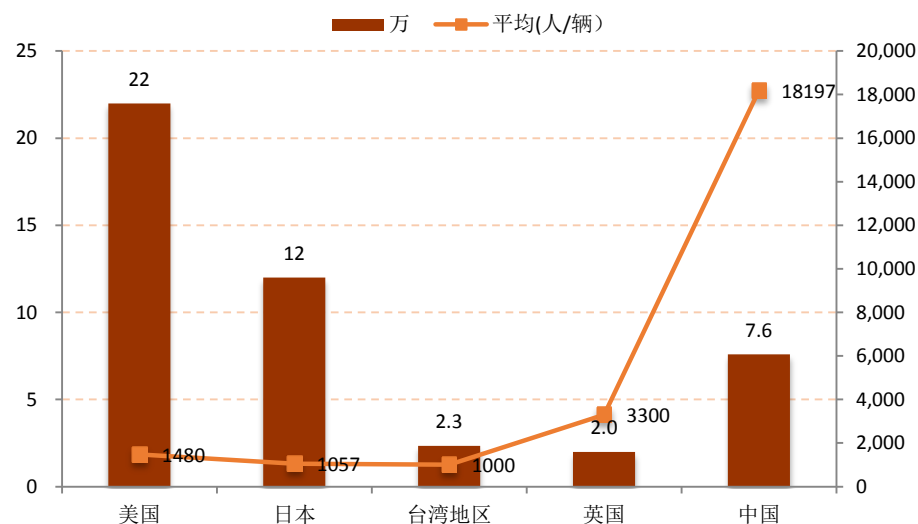
图：2016年全国冷库保有量对比绝对量（百万立方米） 图：欧美日等国家农业经济活动的人口数呈下降趋势



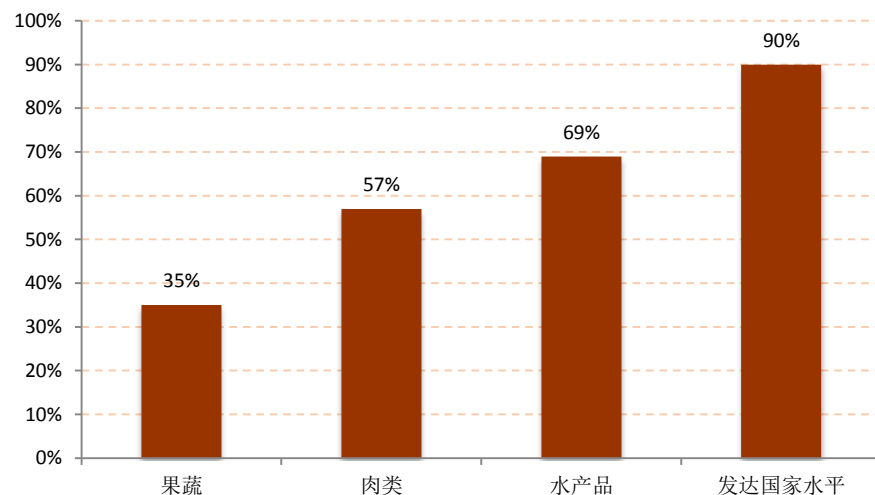
数据来源：产业信息网 美国农业部 招商证券

基础设施不足、需求与供给呈现区域不对称。当前我国果蔬、肉类、水产品的冷链流通率，即在物流过程中采用冷链物流的比重，分别为22%、34%、41%，冷藏运输率分别为35%、57%、69%，与发达国家平均水平差距巨大。远距离运输需要较完善的基础设施，而从冷藏车的以及冷库角度来看，国内在基础设施方面存在较大的不足，导致生鲜（蔬果、水产品、肉制品等）运输半径小（一般为1-20公里），本地化消费占多数，而在需求比较旺盛的区域，存在供给不足的情况，产品价格较高，同时在运输过程中存在较大的损耗，供给与需求存在失衡。

图：中国与欧美日等发达国家在冷藏保温车上存在较大差距



图：国内在果蔬、肉类等保鲜率与发达国家存在差距



数据来源：公开资料整理 产业信息网 招商证券

流通环节对比：流通环节多，损耗率大

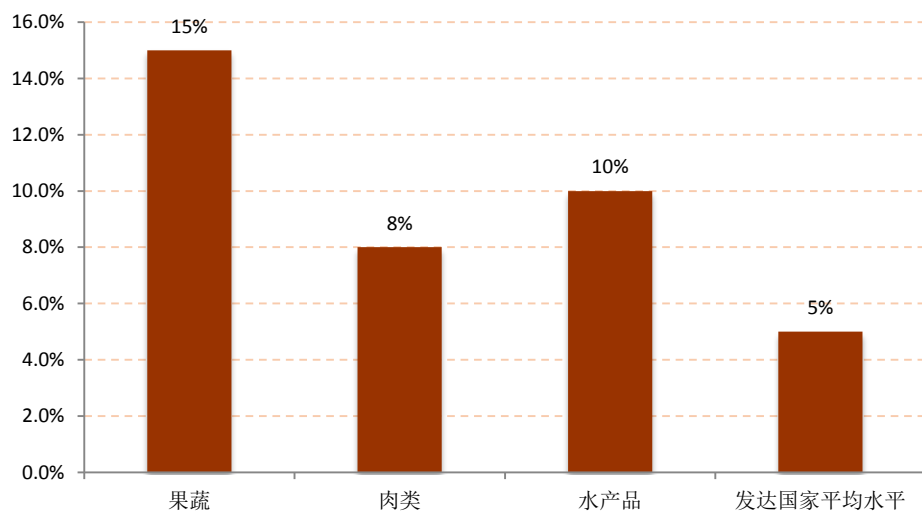
流通环节多，流通链条长，产品损耗大。国内生鲜整体损耗率水平较高，中国农产品冷藏加工与其他国家相比，产品保鲜化运输比率较低，而欧美日等成熟国家的产品保鲜化比率水平较高，整体维持在60%以上；而根据产后产值与自然产值的比率，中国：美国：日本：欧洲=0.38:37:2.2:2.1；整体水平提升空间大。

图：国内在产品保鲜化比率以及损产后自然产值比率存在差距

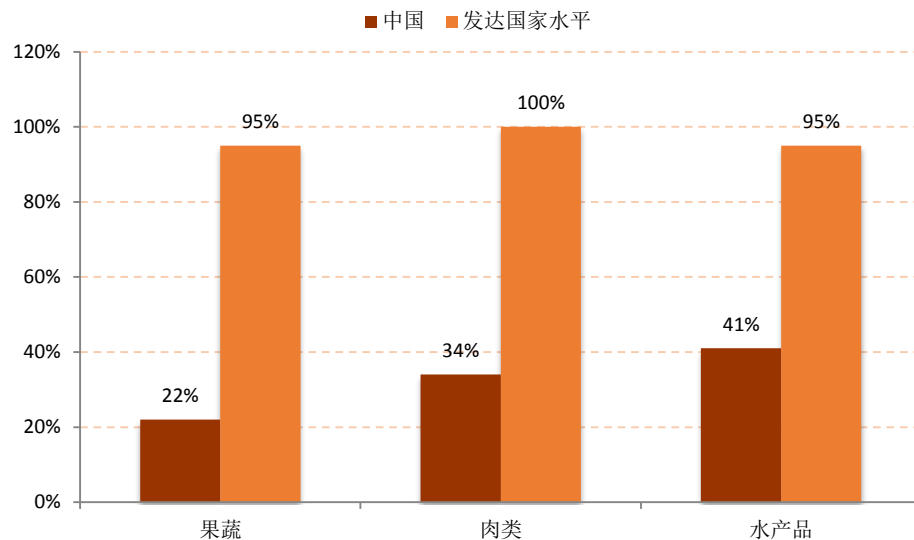
国家	中国	美国	日本	欧洲
产品保鲜化比率	30%	75%	72%	60%
产后产值与自然产值比	0.38:1	3.7:1	2.2:1	2.1:1

数据来源：公开资料 招商证券

图：国内的生鲜损耗率高于发达国家平均水平



图：中国与发达国家水平生鲜冷藏运输比例较低



生产端产品质量缺乏标准、产品安全难以有效控制。“小规模生产式”的生鲜供应链体系决定了供应链的不稳定性，采购的分散化导致报税比较困难，上游难以形成企业化的运营模式。同时，在采购端避免采购员吃回扣的问题，采购的监督体系必须完善，分散化的供应链体系难以形成标准化的管理体系，而在前端的损耗控制以及产品结构上不稳定性较高，整体产品的新鲜度以及损耗率难以有效保证。

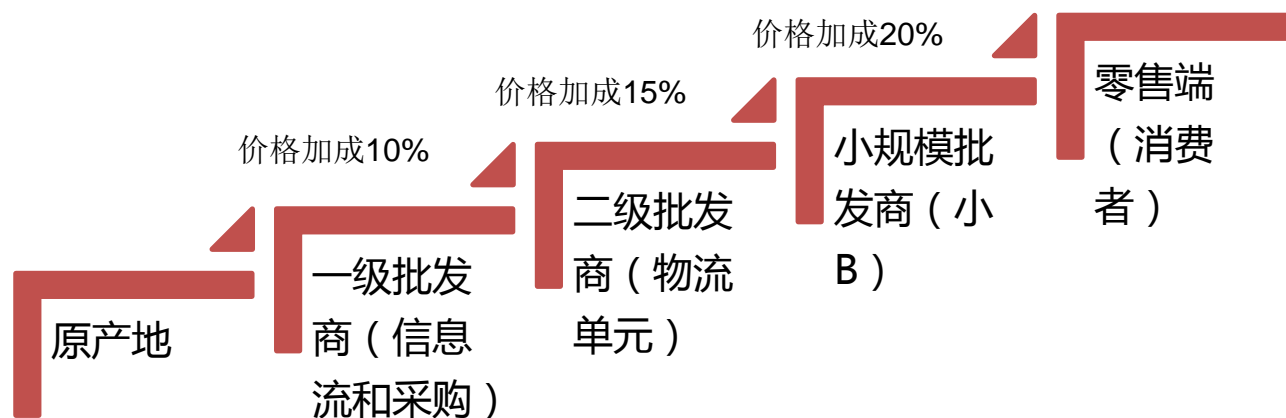
图：前端生鲜标准化管理水平要求高

管理标准	内容
收货标准	用于控制收货产品的质量，保持产品质量的恒定性
库存卡管理	用于管理库存、进货，有效降低缺货以及溢货
食谱卡管理	用于确保生鲜加工产品的质量、口味的恒定以及统一性
加工管理	用于安排生鲜加工产品的生产量的控制
陈列管理	用于控制产品的陈列，使陈列更加科学而且有助于销售的提升
价格管理	用于平衡销售、毛利之间的关系，保持价格优势的前提下确保利润
产品结构管理	管理不好容易导致毛利率忽高忽低的情况

数据来源：公开资料整理 招商证券

生产端到零售终端加价率高。传统的生鲜采购模式从原产地到终端消费者产业链一般经过四个加价阶段，整体加价率在45%，一级批发商承担的是报价、上游整合以及采购功能，上游农产品种植分散；加价率约在10%左右；二级批发商承担物流角色，单元较为分散，一般是仓储+物流车，上游对接一级批发商，下游对接小B（一般是餐饮、小超市等）；小B端对接消费者，承担零售选品、采购、品类管理等职能，加价率一般在20%左右。

图：生鲜供应链由采购端到销售端整体加价率情况



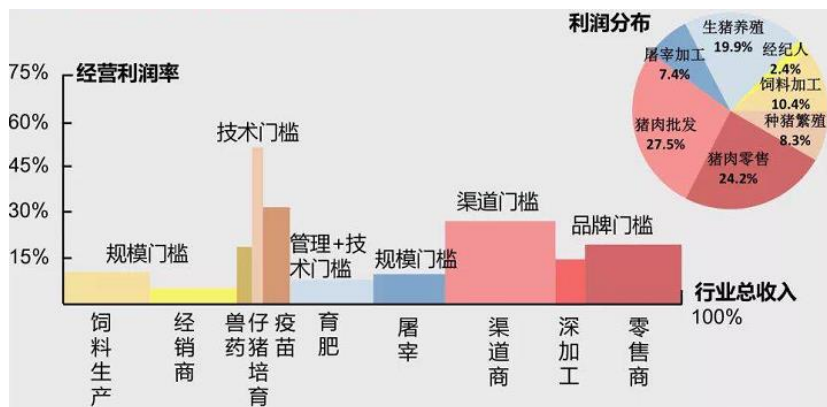
数据来源：公开资料整理 产业调研 招商证券

二、商品端：倒逼供应链改革，品类视角看生鲜

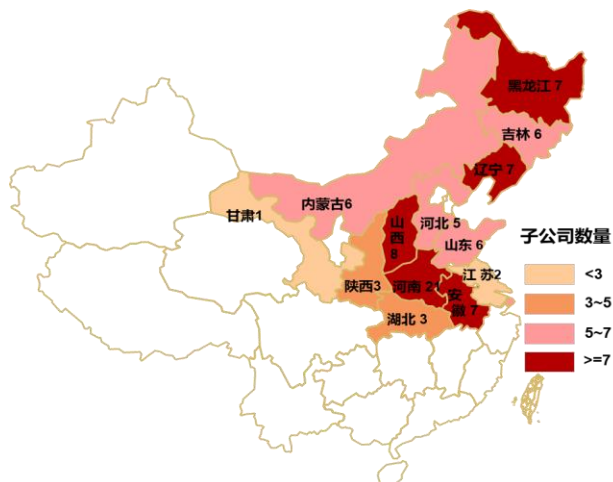
猪肉：上游规模化正在形成，渠道加价率高

猪肉：规模化正在形成，渠道加价率高。国内养殖的标准化以及规模化程度高于种植，以国内消费最大量的猪肉产品为例，猪肉规模化养殖比例达到10%以上，但整体相较于发达国家水平仍有差距，目前牧原以及温氏正在形成南北方不同的猪肉养殖基地。在猪肉养殖产业链当中，零售的收入和利润率整体较高，但我们认为核心是采购规模化以及技术设施导致的成本高，渠道端仍具备较强的改善空间。

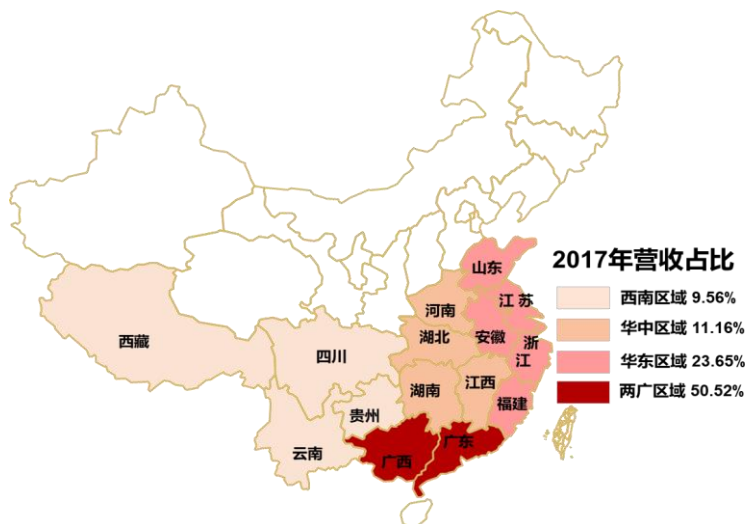
图：猪肉产业链收入、利润分布和利润率对比



图：牧原集团中心向外扩散，形成北方集聚产业



图：温氏区域密集型、形成“人治、分权”



数据来源：招商证券农业组

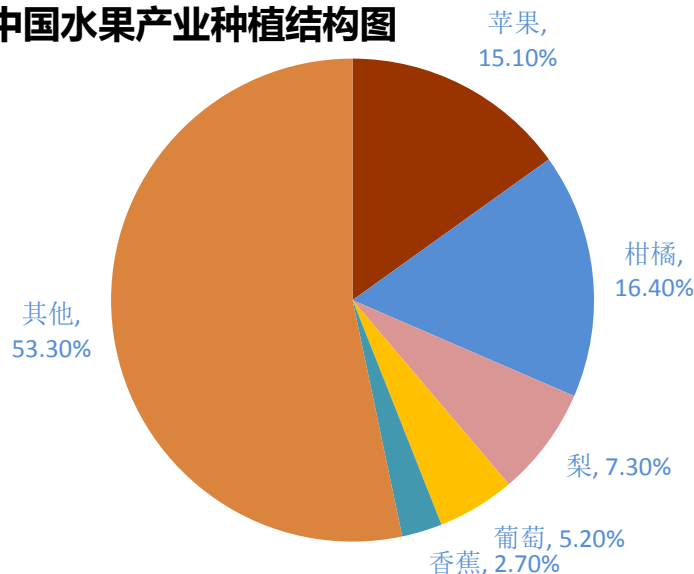
水果：进口+国内采购，产品标准化程度高

水果：进口+国内采购，标准化程度高。进口水果一般是货柜为单位采购，而在单位货柜以上，采购成本低，在单位货柜采购以下采购成本较高。而水果标准化程度相对较高，受气候以及季节影响，全国化水果形成规模化的集聚基地，不同的地区采购不同的水果。而在区域化种植上形成分散化的特性，没有专业的销售渠道，利润率低。采购端加价率高，运输成本及采购成本高，产品到需求终端整体加价率高。

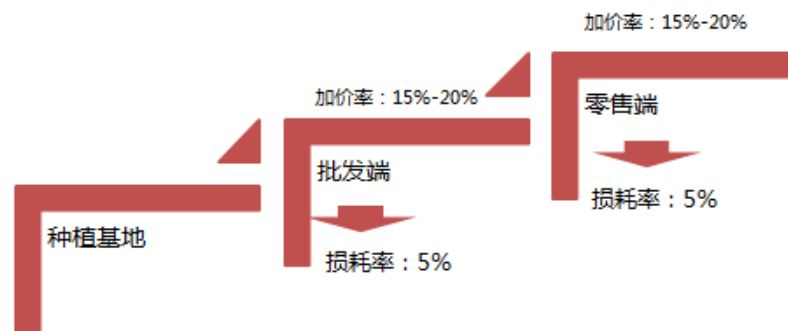
图：全国形成分散化的种植和养殖基地



图：中国水果产业种植结构图

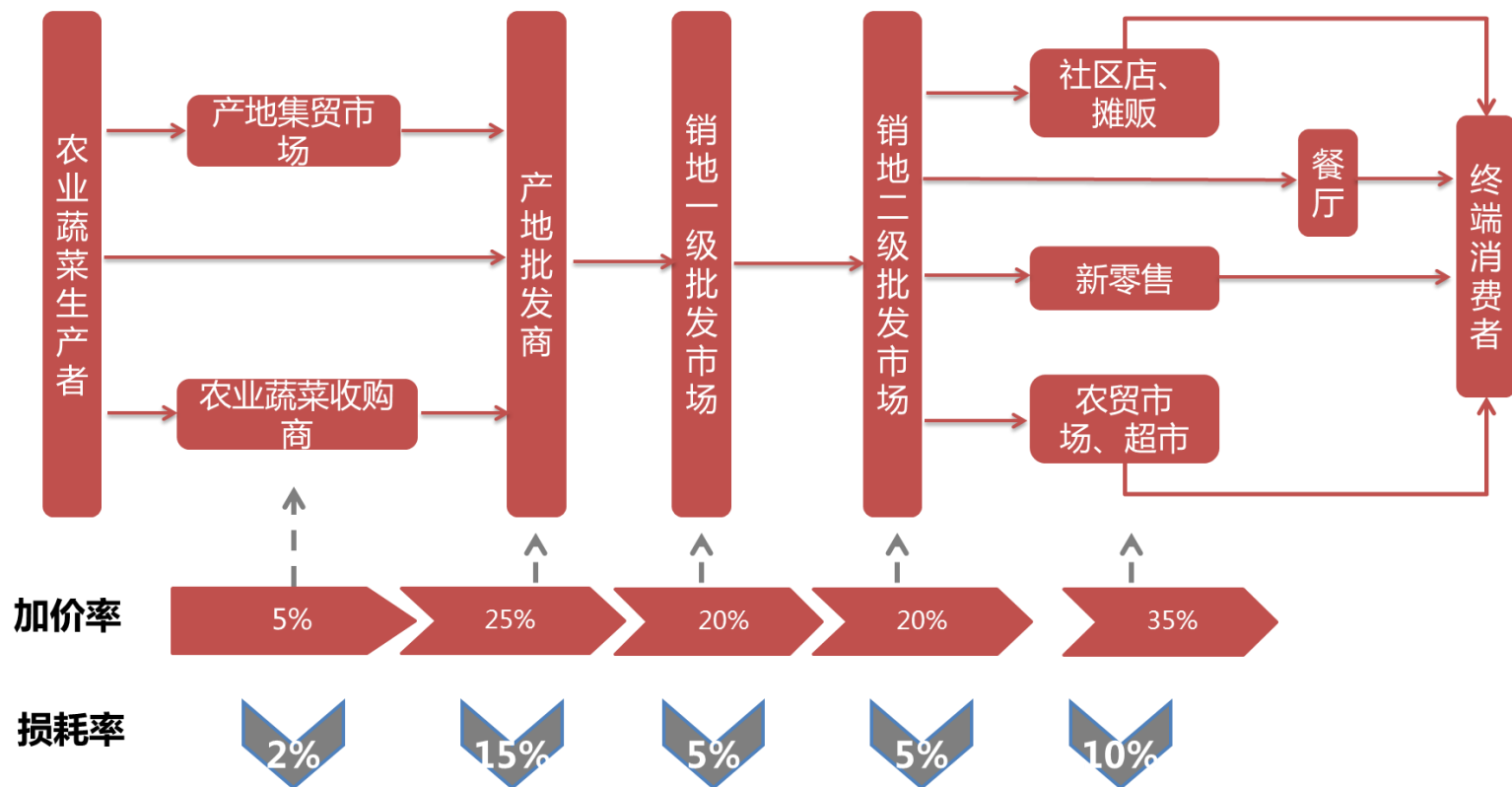


图：国内水果采购产业链的加价率及损耗率图谱



蔬菜：本地采购居多；损耗率高，难以运输，目前上游正在形成全国化的种植基地。 产品种类SKU较多；供应链企业从产地直采，但绝大部分是批发商采购，而实现产地直采的超市企业较少（永辉和家家悦在蔬菜直采做的比较领先）。而传统的蔬菜采购模式加价率较高，流通渠道的损耗率达到37%，损耗率较高。

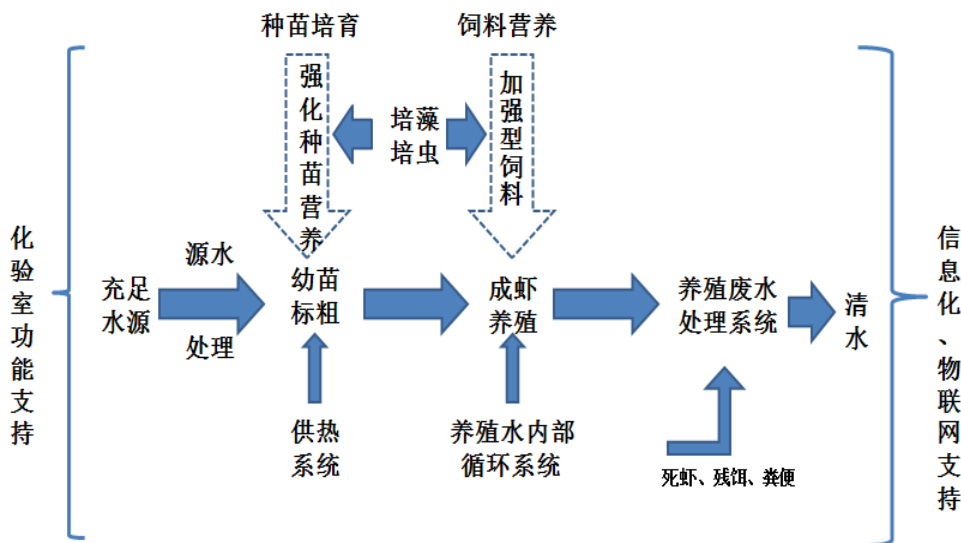
图：蔬菜采购产业链的加价率及损耗率图谱



数据来源：产业调研 招商证券

水产品：1、上游供应极不稳定，养殖风险高，规模化低难以形成稳定有效的供应，水产品的生产商经常变换，票证很难齐全，导致水产品难以追溯到养殖源头，下游的正规厂商也难以抵扣税；2、产品安全事故频发，上游主要由“散户为主”，从业者素质低，用药随意，既没有动力也没有能力按照食安标准改善养殖环境，积极应用新技术；3、产品非标/SKU丰富，上游养殖需要解决标准化问题，降低采购成本以及流通成本。

图：工厂化养殖全程涉及的技术繁多

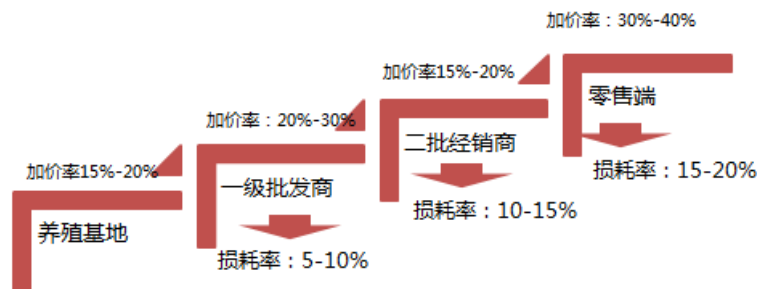


数据来源：产业调研 招商证券农业

图：水产品产品品类丰富



图：水产品产业链的加价率及损耗率图谱



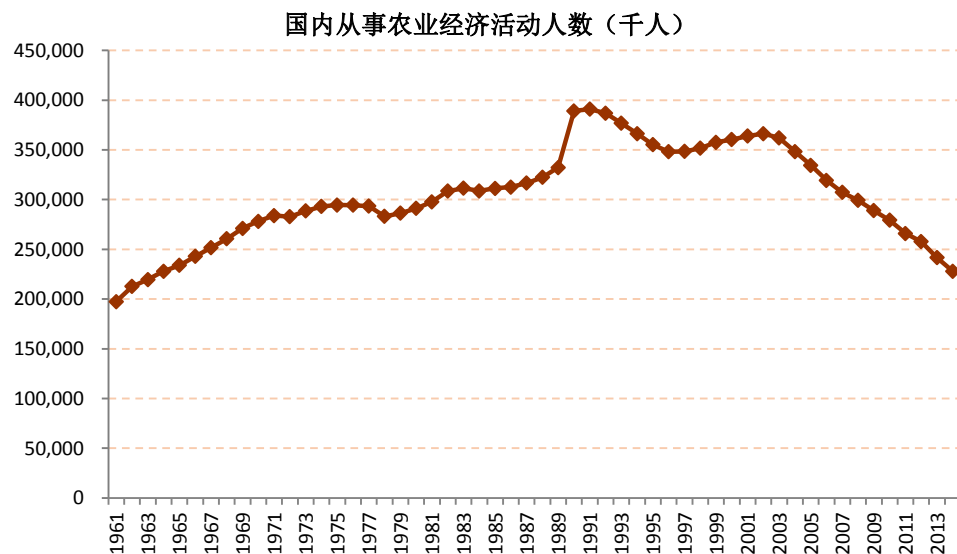
三、生鲜新零售供应链模式对比：超市VS开放平台

新零售专业供应链服务商。农产品零售端从B2C到C2B的转变，新零售呼唤“专业供应链服务商”；消费者由商品需求转变为体验需求，对生鲜产品价格、新鲜度要求度提升。

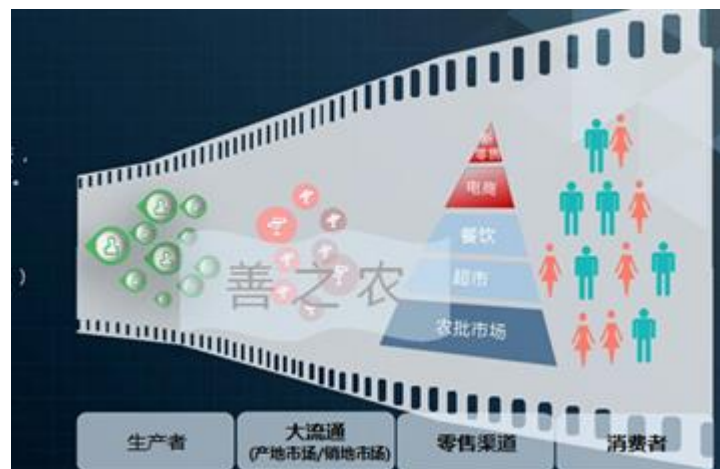
农产品流通市场主体（小/散/弱/低）的集约化进程开始加速。国内农业从业人口下降，作坊式养殖种植农户开始向规模化集约化的基地转变，片状土地集聚，形成公司化的基地养殖和种植，逐步解决分散化采购标准化问题。

新技术与数字化浪潮推动农产品流通的全渠道时代。SaaS应用以及互联网技术提升产业链效率，从后端采购到前端运营，新技术以及数字化推动订单采购的规模，前端需求的集约化倒逼后端供应链效率提升。

图：国内从事农业经济活动人数开始下降，向规模化靠拢 图：构建“扁平化+规模化”的供应链体系



数据来源：美国农业部 招商证券



现代化生鲜供应链体系：闭环超市VS开放式B2B平台。美菜、宋小菜以及冻品在线等获得知名投资机构投资，生鲜供应链领域资本进入加快产业改造速度。另一端是小B端服务商，典型如善之农、宋小菜、叮咚买卖等，整合上游生产商，形成开放性的平台，服务分散化的超市、餐饮等。一端是零售企业自建采购团队，形成生鲜由生产到销售的闭环，典型代表如永辉超市、家家悦、中百集团、生鲜传奇。

图：生鲜封闭式与开放式供应链体系



生鲜封闭性供应链体系，效率高、管理能力标准化程度高。衡量超市生鲜采购能力强的指标主要有：1、选品能力；2、品类丰富度；3、物流中心效率；4、损耗率；5、生鲜占比；6、生鲜毛利率。在大超领域，永辉超市生鲜供应链能力高于中百集团；在社区型超市领域，家家悦高于钱大妈及生鲜传奇，而与分散化的区域性超市相比，此类超市形成了生鲜供应链闭环，能力高于其他超市供应链能力，从后端选品、品类丰富度到中端的物流等，然后到前端门店的管控能力，优质的规模化超市形成生鲜供应链的强护城河，而具备异地扩张能力的超市凤毛麟角。

图：封闭式超市供应链体系对比

类别	永辉超市	家家悦	中百集团	钱大妈	生鲜传奇
选品能力	700多人全国采购团队	200+合作社建立合作	联合和直采比例20%以上	4+个生鲜种植基地	经理买手制度
品类丰富度	1300个SKU	1300个SKU	1000+SKU	500个生鲜SKU	400-500个生鲜SKU
物流中心	12个物流中心	3个常温5个生鲜物流中心	2个中心仓，3个区域仓；	2个城市配送中心	2-3个配送中心
生鲜占比	45%	40%	35%	30-40%	约70-80%
生鲜损耗率	3%	3%	预估5-7%	约3-5%	约3-5个点
生鲜毛利率	约14%	15.3%	预计12-15%	14-15%	16-18%
采购体系	全国统采70-80%，地方采购20-30%	省内采购50%以上、省外采购40%-45%、全球采购5%左右；	直采20%以上，其他批发市场或者是供应商	全国采购70%以上，地方采购20-30%（按照基地比例）；	批发市场为主

数据来源：公司公告 产业调研 招商证券

图：永辉超市和家家悦等在财务指标上优于其他超市

项目	中百集团	永辉超市	家家悦	高鑫零售	华联综超	天虹股份
毛利率%	21.78	20.84	21.58	24.11	21.63	25.76
销售费用率%	17.74	14.42	16.01	——	18.39	18.42
管理费用率%	3.29	3.04	2.17	——	2.32	2.07
净利率%	1.40	2.96	2.37	2.65	-1.76	3.24
ROE(平均)	2.26	9.27	12.92	12.67	2.94	12.37
存货周转率 (次)	7.76	8.46	6.96	5.24	6.68	9.85
应付账款周转率(次)	6.60	6.59	6.03	2.19	3.23	3.86
营业收入CAGR(5年)%	-0.64	18.87	7.72	5.62	-0.93	5.21
净利润CAGR(5年)%	-17.67	27.34	4.53	3.58	8.05	4.15

数据来源：公司公告 招商证券

外资超市：外资超市进入中国，生鲜仓储基础较差，在采购、物流、配送标准化能力上较弱。大润发生鲜采购来自于济洪，部分门店自根据需求向当地经销商采购，大润发基本无规模化的生鲜仓，轻资产运营模式；沃尔玛总部直采，按照总采配大仓的模式，个别门店需要找供应商。

图：外资超市在选品、物流中心等方面对比

	大润发	大润发优鲜	家乐福	沃尔玛
选品能力			践行本土化战略，99%的产品是中国产品，已经同28个省市595家农民专业合作社合作。同时开展可溯源的自有生鲜品牌一家优鲜；	本地采购，沃尔玛拥有专门的大仓；
品类丰富度	6000左右SKU	1300-1500sku	根据门店，2000~5000个	生鲜占750种
物流中心			将原本24个CCU合并成6个大区物流中心，由原本的供应商送货上门转变为配送中心物流模式；	沃尔玛在中国拥有11个生鲜配送中心，覆盖了全国400多家门店。轻资产运营模式；
生鲜占比		80%		40%左右；
生鲜损耗率		0.2%-0.3%		
生鲜毛利率	-			
采购体系	外包模式(济洪蔬菜采购)		农超对接，与28个城市595家农民专业合作社合作。	沃尔玛总部直采+门店区域采购

数据来源：公司公告 招商证券

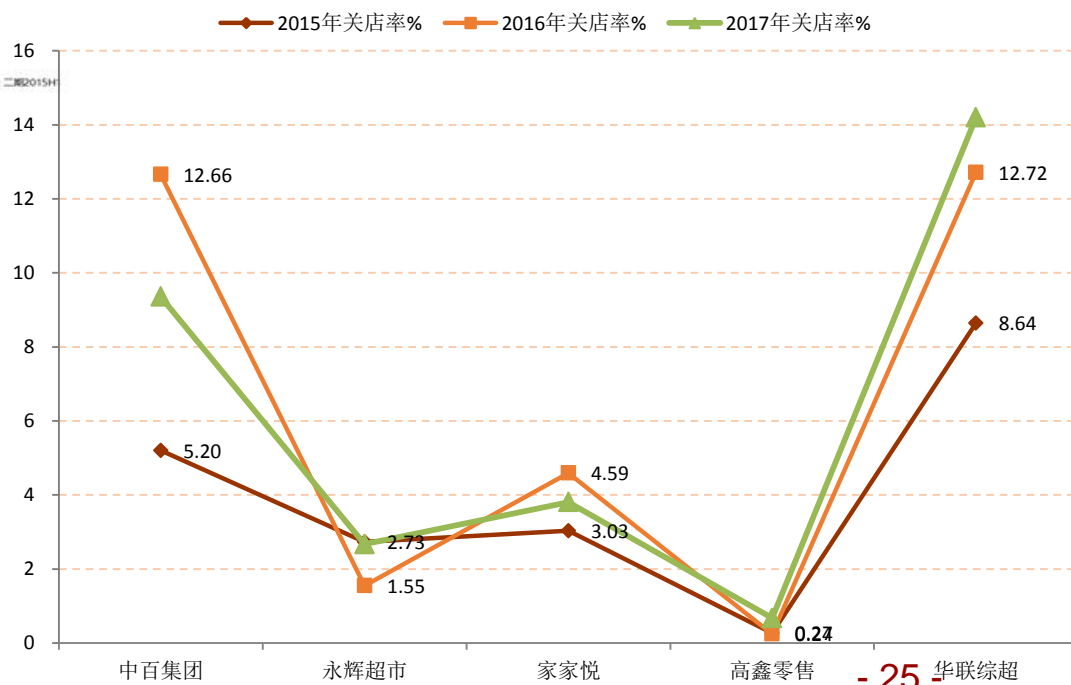
标杆企业—永辉超市：全国化的供应链体系最强 CMS 招商证券

永辉超市：1、门店拓展至全国，核心解决了供应链问题，全国采+本地采能够解决；2、生鲜品类上足够齐全，肉制品（白条采购等）、水果（全国采购）、蔬菜（本地采购）以及水产品（沿海运输）等；3、前台管理解决，拥有较强的标准化管理体系，全国12个物流中心；4、选品、物流、基础设施齐全。

图：永辉超市在全国化扩张过程中建立12个物流中心

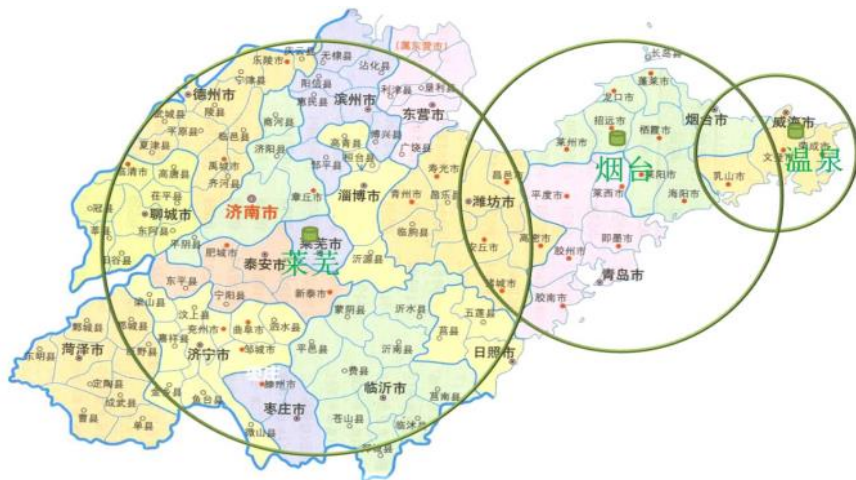


图：供应链能力较强的零售企业关店率较低



家家悦：1、区域性加密，背靠山东物产丰富，供应链体系完善；2、全国化采购+本地化采购，配合SPAR，全球化供应链体系；3、募投物流中心，加快复制；4、选品、前台管理、物流设施齐全。

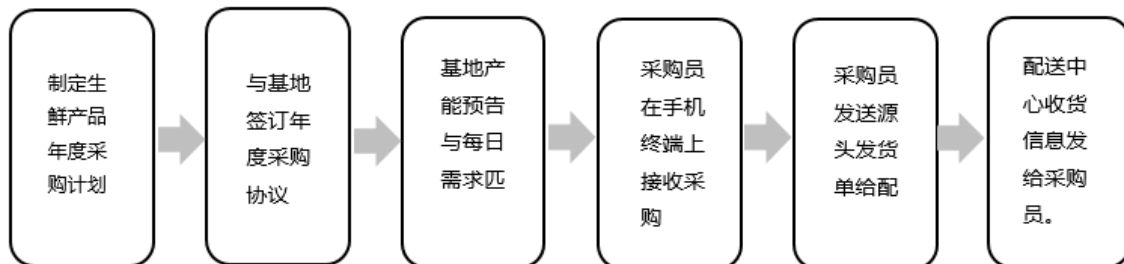
图：家家悦杂货物流中心配送范围



图：生鲜物流中心配送范围



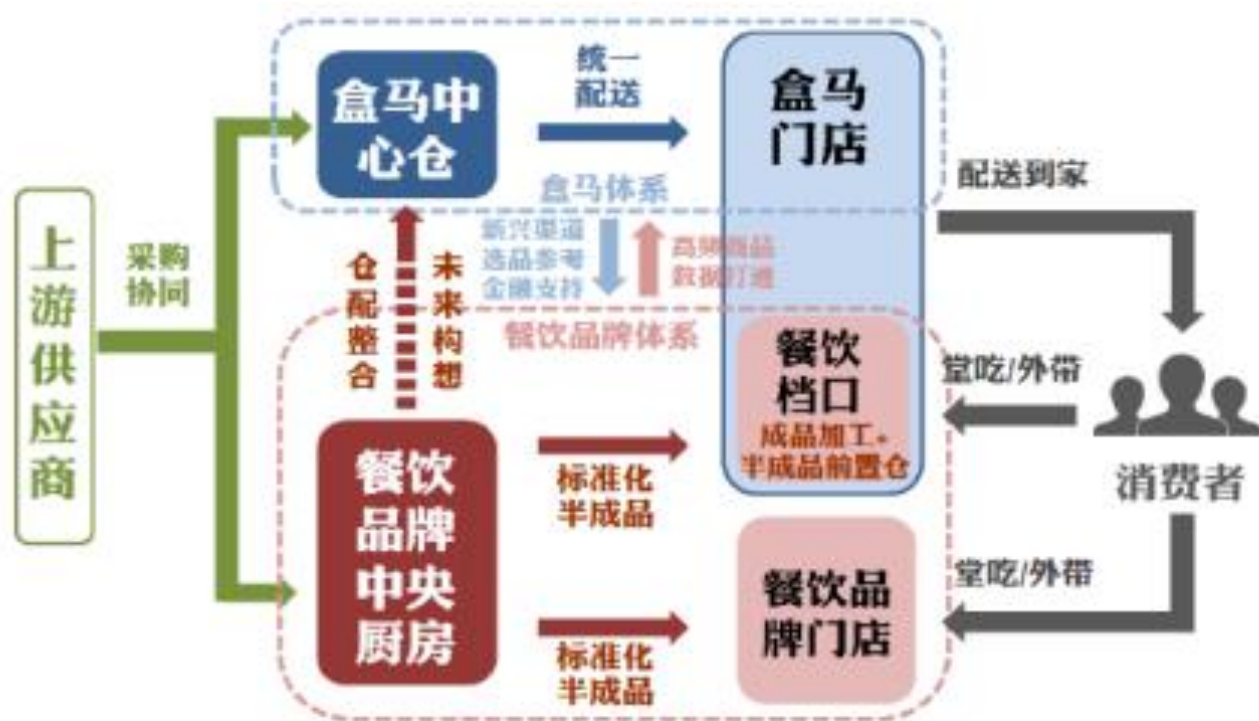
图：家家悦整体采购流程



数据来源：公司公告 招商证券

新进入者一盒马鲜生；1、盒马的供应链体系需要依靠品牌效应搭建，整体来看主要依托于阿里强大的流量、供应商资源，盒马鲜生整体规模较小；2、与地区供应商签订采购合同，如上海盒马鲜生中粮供应肉制品。

图：盒马鲜生后端供应链系统连接门店



数据来源：招商证券

新进入者—生鲜传奇和钱大妈。 1、切入社区型超市领域，SKU精选要求高，要求拥有“引流+变现”品类。2、规模扩大的过程中，搭建生鲜供应链体系，要求领导层具备深层次的零售管理经验；3、目前主要是走批发市场，特别是蔬果领域。

图：生鲜传奇整体门店及生鲜采购情况

类别	内容
面积	200-300平方米
SKU	1800个
生鲜占比	80%
供应链体系	批发市场为主，直采比例少



开放型供应链企业。1、借助互联网的渠道收集订单；2、担当一批商的角色，二批商（物流）自建或者是外包；3、损耗率控制极低；4、解决国内供应链采购、流通的问题。我们判断在这个领域会有大的服务型企业诞生。

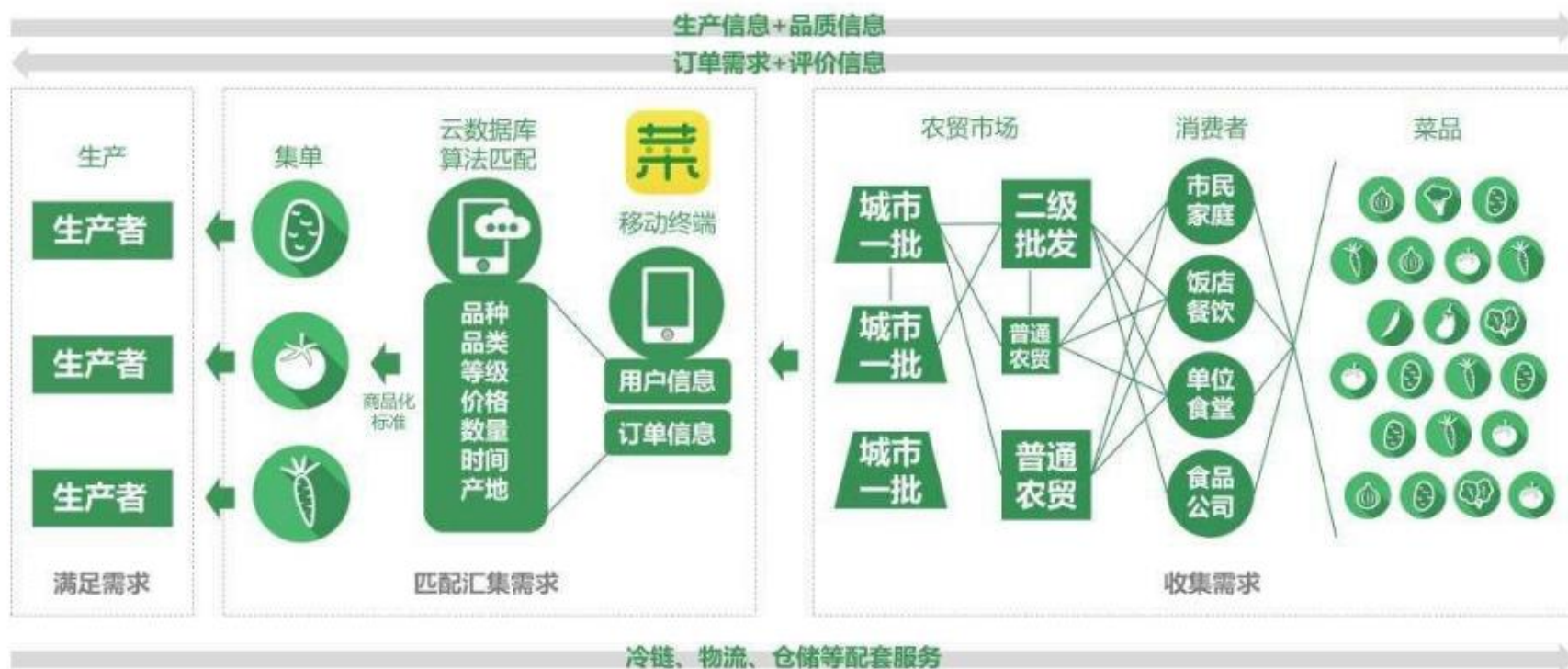
图：借助互联网的长尾效应，诞生一批服务终端的B2B企业

	易果生鲜	美菜	宋小菜	善之农
选品能力	500+合作伙伴，来自39个国家地区，6大洲，147个产地	直接连接到田间地头。覆盖48+城市的116+万个餐饮店		基地直采，单品采购规模大；
品类丰富度	4000+SKU	40000+SKU	3700+SKU	
物流中心	在15个城市拥有24个物流基地，覆盖全国310个城市	第三方及社会招募	外包仓储物流	外包仓储
生鲜占比	约80%		只做蔬菜	100%
生鲜损耗率	1%		0.36%	1%以内
生鲜毛利率	30%多		3-5%	
采购体系	注重品牌，直采和联采并存	源头直采	精确需求计划，订单驱动采购	100%单品基地直采

数据来源：公司公告 招商证券

F2B模式。平台化的B2B生鲜供应链服务商，利用互联网集合下游需求，规模化采购，降低渠道加价率，提升效率。美菜网“F2B模式”通过自建仓储、物流、配送，创新升级农产品供应链，砍掉中间环节，一端链接田间地头，一端链接城市，通过自营和合作伙伴，实现农产品从地头到餐桌高速的流通，让利两端。

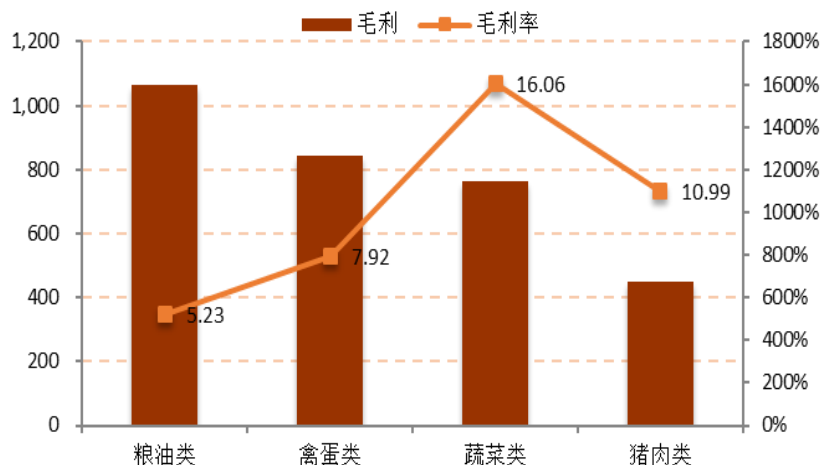
图：美菜网F2B模式自建仓储、物流、配送等，链接产地与终端



数据来源：公司官网 招商证券

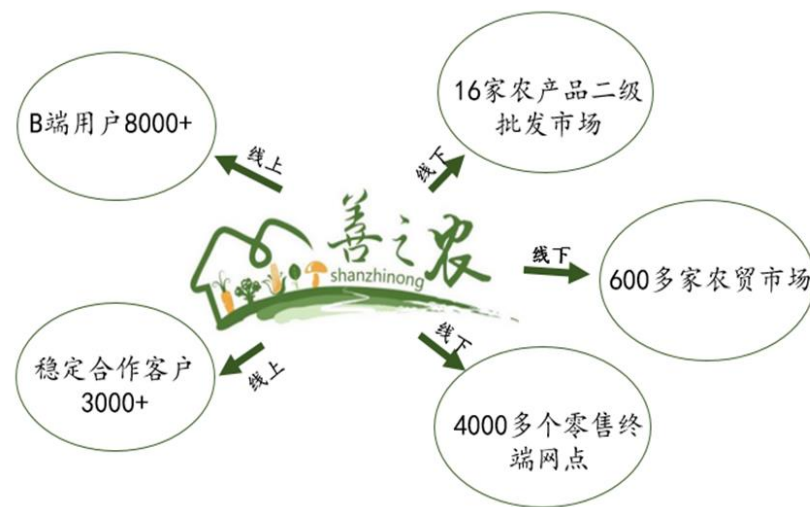
善之农：截至 2015 年底，善之农线上交易客户突破 3000 家，到2017年线上网络覆盖B端用户达到了8000家。借助“菜买卖”互联网平台，善之农建立了覆盖上海市区16家二级批发市场，600多家农贸市场，近万家零售终端网点的现代冷链物流配送服务体系，并与多个国内国际知名餐饮连锁企业、跨国连锁超市达成合作，已初步完成对上海地区菜场、超市、批发市场、团膳、餐饮的全渠道布局。

图：善之农各个品类毛利率情况



数据来源：公司公告 招商证券

图：善之农链接商户与终端网点



线下拓展扩大客户规模，借助优势单品提升市场份额。对于蔬菜直供专营店、酒店等大客户，公司主要通过线下销售的方式为客户提供蔬菜等农产品。公司通过线下拓展的方式拓展客户，将成功营销的客户引导至线上，凭借公司便捷的“菜买卖”APP系统，增强公司客户黏性，提升公司品牌影响力。2017年公司已经覆盖上海地区菜市场数量600多家，每天活跃订单数800多单。线上运营的优势在于，固定资产投入较少，复制的边际成本低，可以借助技术弥补供需之间的数据鸿沟，实现资源高效配置；线下占据市场份额的优势在于手握下游的巨大需求，能够提升对上游的议价能力，形成产业链的良性循环。

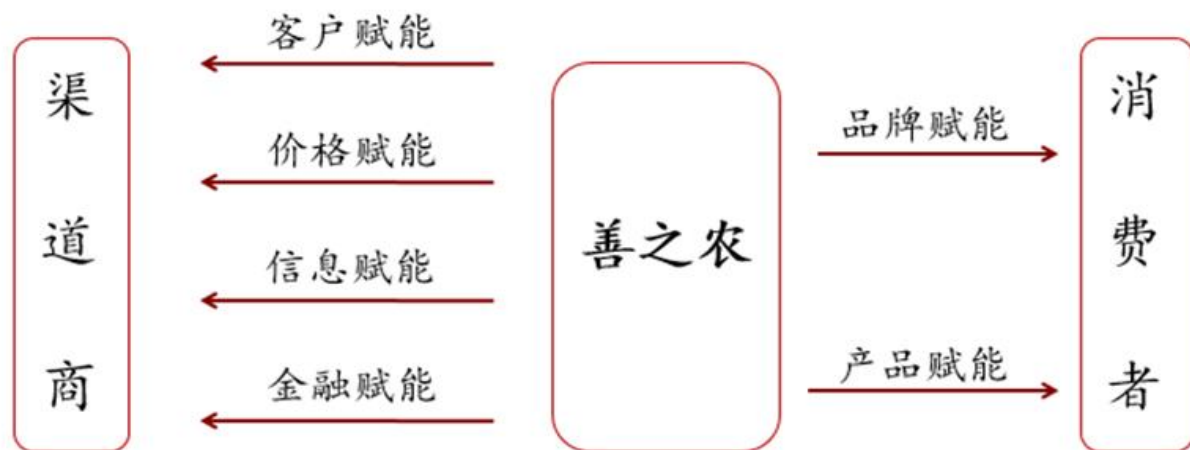
图：善之农菜买卖APP



数据来源：公司公告 招商证券

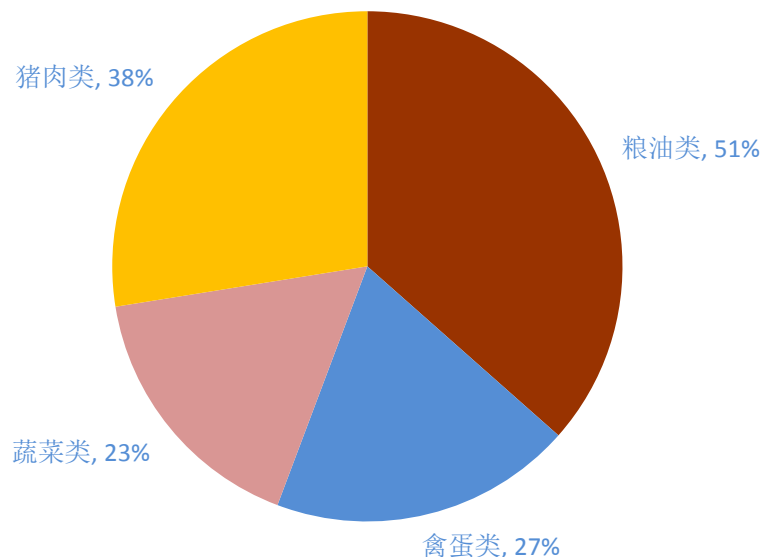
善之农依靠公司多年运营积累的产供销数据和全产业链打通的业务模式，对上下游双向赋能：对渠道商进行价格、产品设计、客户、金融赋能；对下游进行品牌赋能，产品赋能。1.客户赋能：利用自己的优势网络为渠道商扩大市占率，主要是菜买卖平台集合订单；2.价格赋能：为渠道商提供更有利的价格基础；3.信息赋能：通过自己渠道把下游的需求信息上传到产地；4.金融赋能：借助大数据为下游提供融资功能；5.品牌赋能：为消费者提供值得信赖的标准化的品牌；6.产品赋能：为消费者提供多品类，多样化，高质量和高性价比的产品；

图：善之农通过客户赋能、信息赋能以及金融赋能等提供供应链端服务

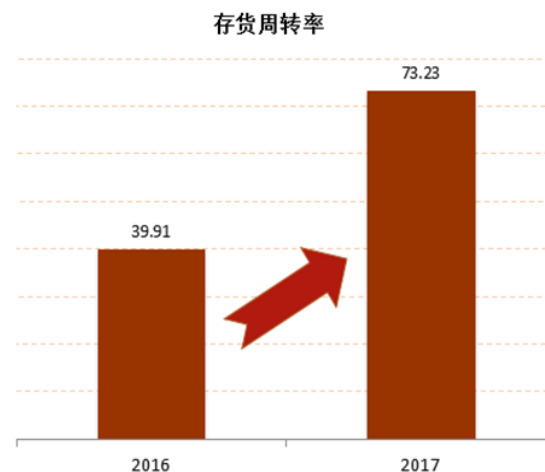


数据来源：公开资料整理 招商证券

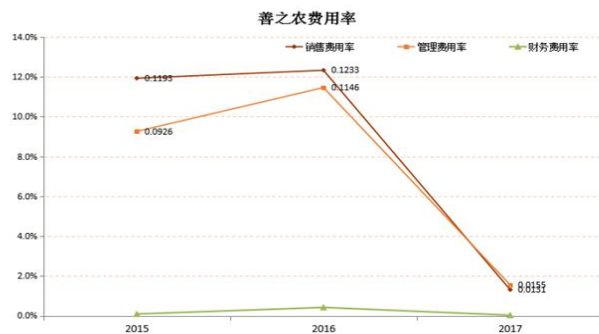
图：2017年善之农主营业务营收占比



图：2017年善之农存货周转率上升



图：2017年善之农费用率水平下降



数据来源：公司公告 招商证券

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，商贸零售首席分析师，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，产业人脉丰富。

宁浮洁，南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰，主要方向为超市和电商等。

王凌霄，上海交通大学硕士，同济大学学士，2018年加入招商证券，主要方向为新零售和百货。

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。