

推荐（维持）

生鲜电商大浪淘沙，逆势而上寻求突围

2018 年 08 月 21 日

生鲜电商行业报告

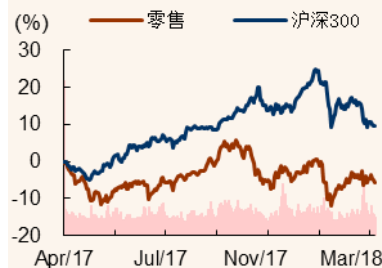
上证指数 2733

行业规模

		占比%
股票家数（只）	66	1.9
总市值（亿元）	5820	1.2
流通市值（亿元）	4023	1.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10.9	-17.0	-21.8
相对表现	-4.4	0.7	-9.5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《商贸零售周报（2018/08/12）—7月消费数据低于预期，对行业短期谨慎乐观》2018-08-13
- 2、《盒马鲜生跟踪报告—建立新零售关系，引领零售业变革》2018-08-12
- 3、《商贸零售周报（2018/08/05）—基础设施变革推动新零售浪潮》2018-08-06

许荣聪

021-68407349

xurc@cmschina.com.cn

S1090514090002

研究助理

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn

本篇报告分析了生鲜电商行业近年来的市场发展状况和竞争格局，针对行业症结提出生鲜电商未来寻求突围的方式，在对盈利模式进行了系统分析的基础上，结合三个典型企业，以许鲜为例分析了初创企业倒闭的共性原因，以每日优鲜为例剖析头部企业的核心竞争优势，以国外生鲜电商 Ocado 为例，提出“合作+开放”的借鉴思路。

- **行业洗牌期初步完成，竞争进入新的格局。**生鲜电商市场持续升温，2017 年成交总额已达 1417 亿。经过 2016 年的混战，大量中小型生鲜电商倒闭或重组。与此同时阿里、腾讯、京东等电商巨头入局，不断加码冷链物流和生鲜供应链投资，并带来一系列创新模式。以大类来分主要有综合电商平台，垂直电商平台和 O2O 三大模式，并衍生出“超市+餐饮”等新型业态。目前行业形成了以每日优鲜，盒马为第一梯队的市场竞争格局，优势愈发明显，首尾差异不断拉大。
- **机遇与挑战并存，多种路径寻求发展。**生鲜品类高损耗，高成本的特性使得产品标准化和仓配成本成行业症结，供应链效能的提升成为未来行业竞争的关键。成熟期电商在巨头的助力下积极寻求模式创新，通过业态整合来获取竞争突破点。以盒马为例，盒马致力于打造“餐饮+超市+APP 电商+物流”线上线下一体化的新零售模式，至今在全国一二线 10 个城市中共计开设门店 47 家，在大店模式基本跑通后，盒马开始多种新业态尝试，创新开设了 f2 便利店、南翔机器人主题餐厅、餐饮小吃街等多种业态。
- **供应链和用户规模是盈利基础。**从盈利模式看，供应链决定成本，用户规模决定营收，这两者在前期投资大且周期长，体量小的企业很难盈利。国内生鲜电商应该增加冷链物流、仓储和供应链管理的成本投入，同时提高成本投入效率。
- **独角兽每日优鲜凭“前置仓”模式深挖护城河。**许鲜的倒闭体现出供应链断裂和融资失败是行业的致命点，而头部企业每日优鲜能够成为估值 10 亿美元的行业独角兽，核心优势主要在于“前置仓+中心仓”的二级分布式仓储体系和冷链物流的搭建。另外，“全品类精选”的选品策略，切中消费者的购买痛点，社交会员制运营，能够沉淀用户，并通过社交分享实现较低成本的以客带客。未来每日优鲜也将继续深耕产业链，在腾讯的支持下进一步巩固护城河。
- **Ocado 的“合作+开放”的盈利模式可以给国内生鲜电商提供借鉴。**Ocado 将已成熟的物流技术服务开放给其他零售商并收取服务费，使得公司扭亏为盈，给我国现阶段生鲜电商启示：在目前依靠生鲜产品销售收入无法取得盈利的情况下，生鲜电商依靠其他业务收入的增加来抵补亏损也是一条可寻之路。
- **风险提示：行业增速缓慢，盈利能力不及预期**

正文目录

一、行业持续升温，市场格局趋于成熟.....	5
1、生鲜线上消费持续升温，成为电子商务行业最后一杯羹.....	5
2、行业洗牌初步完成，竞争进入新格局.....	5
3、产业链长，生鲜电商模式多样.....	6
二、行业症结分析，机遇与挑战并存.....	9
（一）生鲜产品易损耗、高成本特性造成行业症结.....	9
1、生鲜产品中水果蔬菜占据半壁江山.....	9
2、生鲜产品不易保存、毛利率低下等特征造成高成本.....	9
3、难以标准化成为生鲜电商发展的重要瓶颈.....	10
（二）机遇与挑战共存，多维度寻求发展.....	11
1、生鲜电商的竞争关键——供应链效能提升.....	11
2、巨头入局：携手渡过生鲜电商行业阵痛期.....	12
3、模式创新：多业态整合，寻求新的竞争突破点.....	13
三、盈利模型分析，供应链和用户规模是基础.....	14
1、供应链优化提升毛利，用户数量决定盈利空间.....	15
2、加强冷链物流，仓储，供应链管理的成本投入.....	16
3、依靠其他业务收入抵补亏损或成可寻之路.....	17
四、典型企业分析，洞悉行业发展.....	17
（一）许鲜倒闭：供应链断裂、融资失败是致命点.....	17
（二）每日优鲜成独角兽：“前置仓”打造护城河.....	19
1. 每日优鲜的发展历程.....	19
2. 三大核心竞争优势.....	20
3. 腾讯提供资源助力发展.....	23
（三）取经英国生鲜电商 Ocado：寻求外生盈利.....	23
1、Ocado 概况介绍.....	23
2、Ocado 的盈利来源：自营零售+平台运营.....	24
3、Ocado 的启示：寻求外生盈利增长点.....	25

图表目录

图 1 电子商务行业热度图	5
图 2 2020 年生鲜电商成交总额将达 3470 亿	5
图 3 生鲜电商市场规模及增长率	5
图 4 中国生鲜电商发展历程	6
图 5 2018 年 Q1 生鲜电商 Top10 应用 MAU (万)	6
图 6 生鲜电商的产业价值链	7
图 7 线上渠道消费者对专业的生鲜电商满意度最高	8
图 8 2017 年中国生鲜网购用户经常使用的购买渠道	8
图 9 2017 年中国生鲜网购用户的消费频次	8
图 10 生鲜类销售额占比	9
图 11 生鲜公司 2017 年毛利率	10
图 12 中国与美国生鲜损耗率对比	10
图 13 新西兰光谱测糖仪	11
图 14 水果的品质衡量逐渐标准化	11
图 15 五个层面全面提升产业链效能	12
图 16 2017 年中国生鲜网购用户选择购买平台时最看重的因素	12
图 17 盒马鲜生门店发展情况	13
图 18 生鲜电商盈利模型	14
图 19 国内外生鲜电商销售毛利率比较	15
图 20 2018 年 6 月生鲜电商 APP 月均独立设备数及环比增幅	16
图 21 2018 年 6 月生鲜电商 APP 月均有效时长及环比增幅	16
图 22 我国不同食品在流通环节冷链物流使用情况	17
图 23 各国冷藏库容量及人均容量	17
图 24 许鲜的发展历程	17
图 25 中国生鲜电商融资轮次	18
图 26 每日优鲜全国仓储分布	20
图 27 每日优鲜的二级分布式仓储体系	21
图 28 每日优鲜买手覆盖全球	21
图 29 会员专享商品&优惠价	22

图 30 会员特价活动专区	22
图 31 每日优鲜社交会员制打造用户基础正循环	23
图 32 腾讯助力每日优鲜发展	23
图 33 2016 年 Ocado 的优异表现	24
图 34 Ocado 与其他生鲜电商增长率比较	24
图 35 Ocado 盈利来源：自营零售+平台运营	25
图 36 Ocado 营业总收入	25
图 38 Ocado 营业利润	25
图 39 Ocado 毛利及毛利率	26
图 40 Ocado 销售毛利率与综合毛利率（含 Morrisons）比较	26
表 1：生鲜电商经营模式的比较	7
表 2：排名前十的生鲜电商中，多达七个生鲜电商背后有着“巨无霸”企业的支持	13
表 3：生鲜电商死亡名单	18
表 4 每日优鲜融资历程	19

一、行业持续升温，市场格局趋于成熟

1、生鲜线上消费持续升温，成为电子商务行业最后一杯羹

最近几年，随着互联网技术的发展、用户消费习惯的培养，电子商务的触角已经伸向各品类的商品，包括服装、食品、美妆等等。其中生鲜产品由于其高成本、高技术要求，成为目前电子商务渗透率较低的行业，**2017 年的线上渗透率仅有 7.9%**。但随着**日益增大的网民基数以及膨胀的网购需求**，传统的生鲜产品营销模式已无法满足需求日益庞大、消费不断升级的市场。电子商务开始竞相在生鲜行业争夺一杯羹，生鲜电商行业被资本市场看好。

图 1 电子商务行业热度图

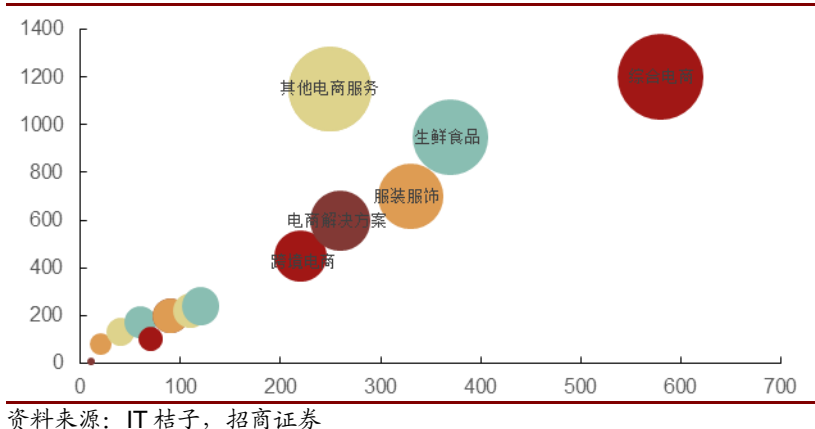
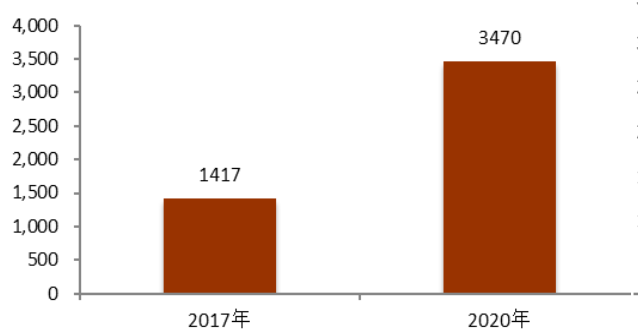
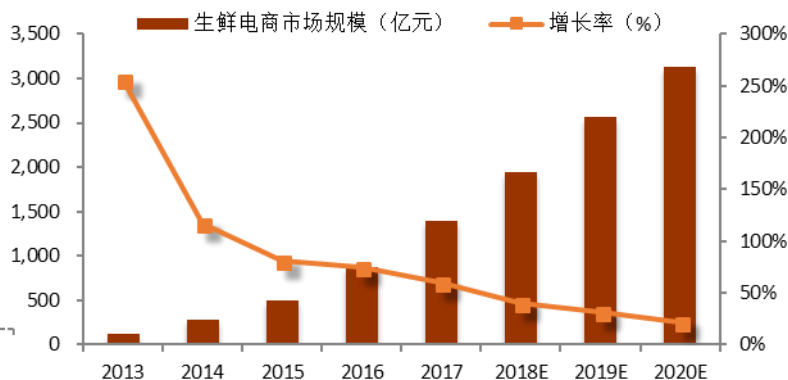


图 2 2020 年生鲜电商成交总额将达 3470 亿



资料来源：中商产业研究院，招商证券

图 3 生鲜电商市场规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

2、行业洗牌初步完成，竞争进入新格局

我国生鲜电商行业是近十年发展起来的。2005 年易果网成立，专注于做线上果蔬产品。紧接着，沱沱工社和天天果园相继诞生。2014-2015 年生鲜电商市场迎来了高速发展，到 2016 年，国内生鲜电商数量达到了 4000 家。之后的 2016-2017 年，市场迎来洗牌期，大量中小型生鲜电商或倒闭或被并购，市场遇冷；但与此同时，阿里、腾讯、京东等电商巨头入局，不断加码冷链物流和生鲜供应链投资，并带来一系列创新模式，使得生鲜电商市场进入新的格局。

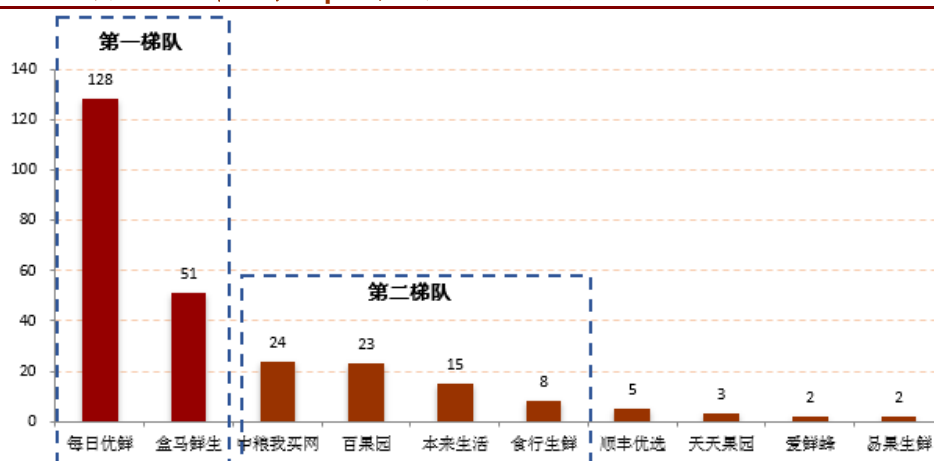
图 4 中国生鲜电商发展历程



资料来源：公开资料，招商证券

市场格局趋于成熟，第一梯队优势愈发明显。在宏观政策和经济环境的助力之下，随着消费者生鲜消费趋势的移动化，以及大数据、物联网、冷链等技术的进步，目前生鲜电商行业发展已经步入快速车道。相比 2017 年 Q1，2018 年第一季度生鲜电商市场增速持续高于 10%，最高至 16.5%；月活跃用户数量(MAU)的峰值出现在今年 3 月，最高达 305 万。每日优鲜 MAU 遥遥领先，且较去年第四季度有较大增幅。处于第二梯队的中粮我买网、百果园、本来生活差距相对较小，竞争或将更加激烈。随着市场逐渐趋于成熟，以及数轮行业内的洗牌，挺过市场培育期的生鲜电商规模持续增长，第一梯队的优势愈发明显。

图 5 2018 年 Q1 生鲜电商 Top10 应用 MAU (万)



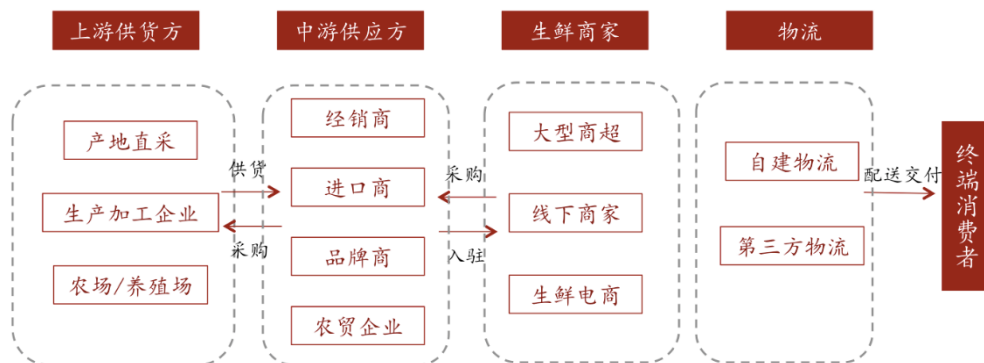
资料来源：Trustdata 移动大数据监测平台，招商证券

3、产业链长，生鲜电商模式多样

国内生鲜电商行业的产业链较长，一般包括上游供货方、中游供应方、电商平台、物流，最后再到终端消费者。如何缩短供应链、提高物流效率，是降低生鲜电商成本的关键。目前，许多生鲜电商采取产地直采、农场直销的方式绕过中游供应方，缩短供应链，不仅降低了成本，也加强了对生鲜产品的品控。近年来一些创新性的生鲜电商链路模式也

不断被推出，如供货商-运营中心(CFC)-前置仓 (Spoke Site)-顾客这一模式，不仅大大缩减了用户从下单到产品送达的用时，还大大提高了订单的准确率。

图 6 生鲜电商的产业价值链



资料来源：亿邦网，招商证券

目前生鲜电商主体可分为 3 大类，传统网购模式下的综合电商模式和垂直生鲜电商模式，以及线上线下融合模式下的 O2O 模式。综合电商模式有其规模经营、高市场份额和品牌效应带来的先发优势，但平台本身并不直接参与生鲜产品的采购、配送。与此同时，随着线上线下融合愈加紧密，创新模式在整合产业链，提升消费者体验等层面也形成了一定的竞争优势。

表 1：生鲜电商经营模式的比较

模式	代表电商	玩法	产品品类	物流	优势	劣势
综合电商	京东生鲜， 天猫生鲜， 苏宁生鲜	开设生鲜频道，通常采用第三方商家入驻+平台自营	全品类，SKU 在万数量级	覆盖范围： > 10 公里 配送时长： 1-2 天，部分可以 2 小时送达。	1. 流量丰富；2. 强大的品牌优势；3. 早期培养的用户习惯；4. 足够的诚信力	1. 商品标准不统一；2. 无法把控平台上商家销售的生鲜产品质量；3. 商品损耗；4. 物流问题
垂直电商	天天果园， 易果生鲜 每日优鲜	一般是从源头开始介入产业链的各个环节	多/全品类，SKU 在千数量级	覆盖范围： 3-5 公里 配送时长： 一般可 1-2 小时送达。	1. 可以全程把控供应链，获得价格优势；2. 深耕细分领域，有利于保证产品质量和用户体验	1. 在食品供应商没有前期的积累；2. 物流配送需要的人力、财力限制了公司的扩张速度；3. 后期获得用户信赖的成本高、难度大；4. 实力不雄厚，食品冷仓储难达标
O2O	7Fresh，超级物种，盒马鲜生	前店后仓模式，门店既做仓库又做店铺，售卖供家庭消费的一站式小包装商品，还有与餐饮结合的创新模式	生鲜品类 SKU 约为 500-1000	覆盖范围： 3-5 公里 配送时长： 1-2 小时；部分可 30 分钟	1. 分布在用户周边，配送快，满足即时性需求；2. 和线下实体店结合布局最后一公里，提高渗透率；3. 丰富消费场景，提升用户体验；4. 超市+餐饮新模式可降低损耗，提升毛利	1. 供应链和物流建设成本较高，前期投入较大，需要整合的资源多，难以标准化；2. 商品毛利较低，损耗大；3. 用户消费习惯需要培养

资料来源：艾瑞咨询，公开资料，招商证券

尽管综合电商有着许多先发优势，并不代表其他模式的电商在生鲜行业就不能分得一杯羹。垂直电商专注做生鲜领域，更关注细分领域，对垂直供应链的把控能力更强，更能够提供更标准化、性价比更高的产品。O2O 及“超市+餐饮”的创新模式在消费场景的丰富化，物流配送的即时性和消费体验提升等层面也具有相较于综合平台的竞争优势，线下布局也能与线上实现流量互补，提高渗透率。

实际的数据也表明，消费者对于专业生鲜电商的满意度更高，非常满意的受访者占比达到 34%。在用户网购生鲜常用的渠道分析中，综合电商平台为网购生鲜最常用的渠道，超过八成的用户经常在综合电商平台上购买生鲜产品，综合平台流量优势明显。外卖平台，整合线下超市的平台，和创新模式三个渠道的用户较少，但是消费频次更高，每周至少消费一次的用户占比高达 68.1%。

图 7 线上渠道消费者对专业的生鲜电商满意度最高

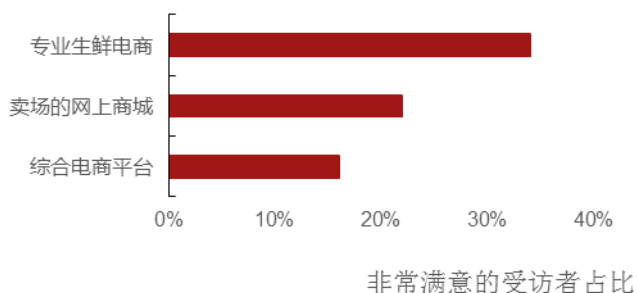
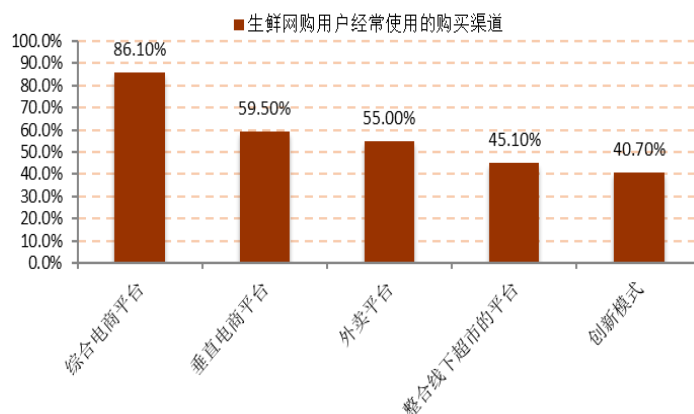


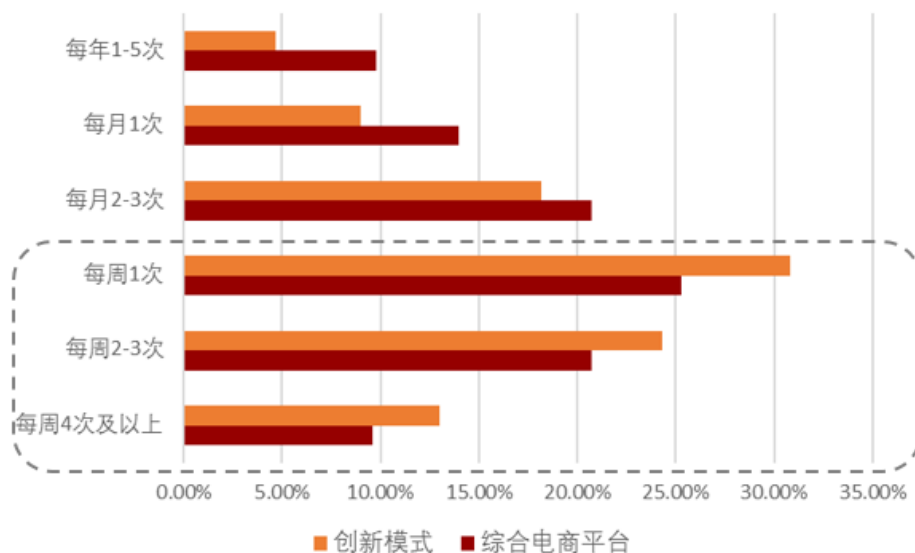
图 8 2017 年中国生鲜网购用户经常使用的购买渠道



资料来源：乐晴智库，招商证券

资料来源：艾瑞咨询，招商证券

图 9 2017 年中国生鲜网购用户的消费频次



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

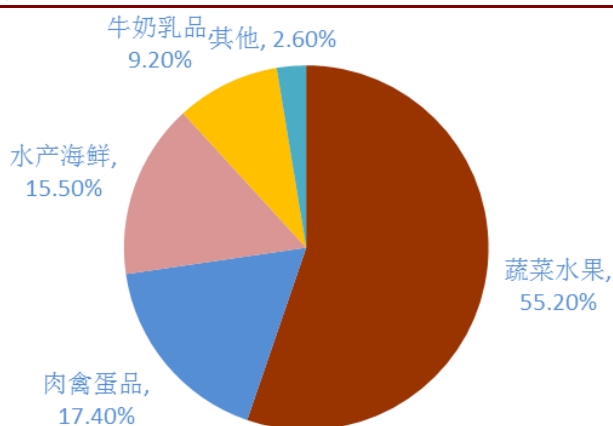
二、行业症结分析，机遇与挑战并存

（一）生鲜产品易损耗、高成本特性造成行业症结

1、生鲜产品中水果蔬菜占据半壁江山

生鲜是指未经烹调、制作等深加工过程，只做必要保鲜和简单整理上架而出售的初级产品，以及面包、熟食等现场加工品类商品的统称。生鲜商品有以下特点：保质期短，因而需要保鲜、冷藏、冷冻；多数属于散装商品，需要用称重打条码方式售卖；另外在消费习惯上有很大的关联性。目前生鲜商品主要有水果、蔬菜、肉品、水产、干货及日配、熟食和糕点。在日常的生鲜产品消费中，水果蔬菜占了半壁江山。

图 10 生鲜类销售额占比

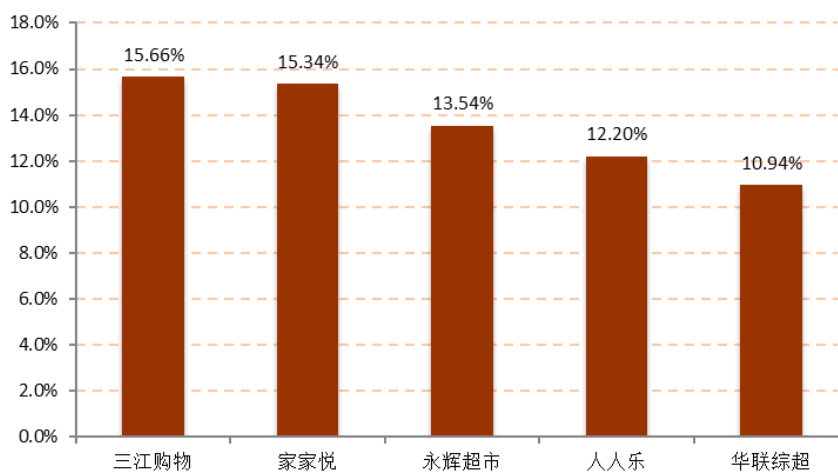


资料来源：新三板智库，百分点，招商证券

2、生鲜产品不易保存、毛利率低下等特征造成高成本

生鲜市场毛利率低下，行业内公司难以盈利。生鲜市场供应商来源混杂，产品供应不稳定，加上供应链物流成本高昂，造成产品的采购成本居高不下，导致毛利率低下，在一般的大卖场中，生鲜品类作为高频刚需主要起到聚客的作用，毛利率也较其他品类更低。

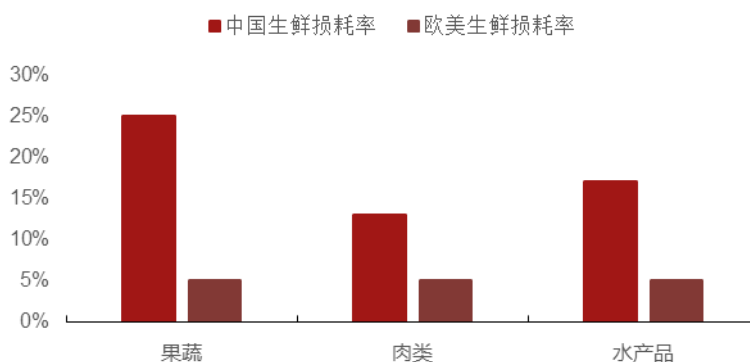
图 11 生鲜公司 2017 年毛利率



资料来源：各公司年报，招商证券

生鲜产品因其保质期短、易损耗、易变质，对冷链物流设施和物流配送要求较高。由于没有强大的技术支撑和成熟的市场经验，我国与欧美发达国家相比，在生鲜损耗率的控制上处于较为落后的地位。欧美国家通过对冷链物流技术和冷链配送技术的提高已经将生鲜产品的损耗率控制在 5% 的稳定水平。其他食品的损耗率也已经降到了 1% 以下。我国生鲜产品平均损耗率接近 20%，大大提高了生鲜市场的成本。

图 12 中国与美国生鲜损耗率对比

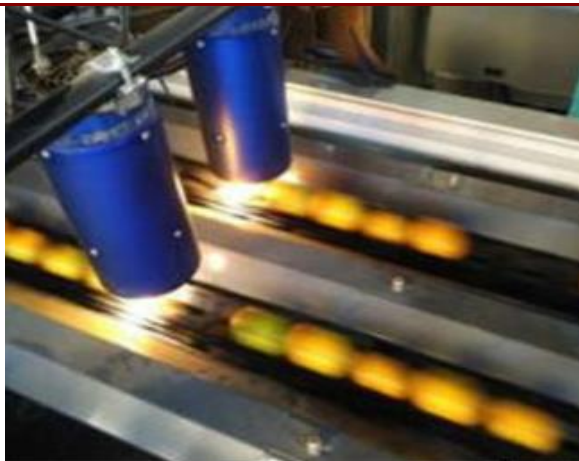


资料来源：中国仓储协会，招商证券

3、难以标准化成为生鲜电商发展的重要瓶颈

难以标准化是限制我国生鲜电商发展的一个重要瓶颈，具体体现在农业生产源头缺乏标准、供货商小而散、包装与冷链的标准不一。针对这种现象，也有国内不少电商投入大量成本，尝试着从产品大小、重量、外观以及口感、甜度推出各自的标准。比如：天天果园从新西兰引进光谱测糖仪与分选通道，通过橙子分级来实行差别定价。

图 13 新西兰光谱测糖仪



资料来源：齐鲁晚报，招商证券

在部分生鲜电商的官网上，我们可以看到，大多生鲜电商对生鲜产品品质的衡量标准在努力细化。果品质量的衡量已不仅仅是文字性的描述，已经落实到具体数字的测量，包括果品的直径，果核大小，重量等等。尽管如此，相比于欧美等发达国家，我国在生鲜产品的源头、品质、包装与冷链的标准化道路上还是任重道远。

图 14 水果的品质衡量逐渐标准化



资料来源：天天果园公司官网，招商证券

（二）机遇与挑战共存，多维度寻求发展

1、生鲜电商的竞争关键——供应链效能提升

一方面，供应链效能提升是增加利润空间的核心。在我国传统生鲜供应链下，从产地到产地批发商，再到多个层级的销地批发商和零售商，最后到达消费者的餐桌，生鲜产品的旅行漫长且不可控，在流通过程中损耗很大。在流程长、环节多、损耗大的多重因素影响下，生鲜产品流通成本不断推高。这部分成本会向两端主体挤压，一面是最初生产者的利润压低，一面是消费者的消费支出增大。通过整合供应链，打通中间渠道，不仅有助于每个环节标准化，更有利于整条产业链效率的提升，进一步能够压缩成本，降低损耗。尽管前期投入较大，但未来收益巨大，且能够借此打造核心竞争壁垒。

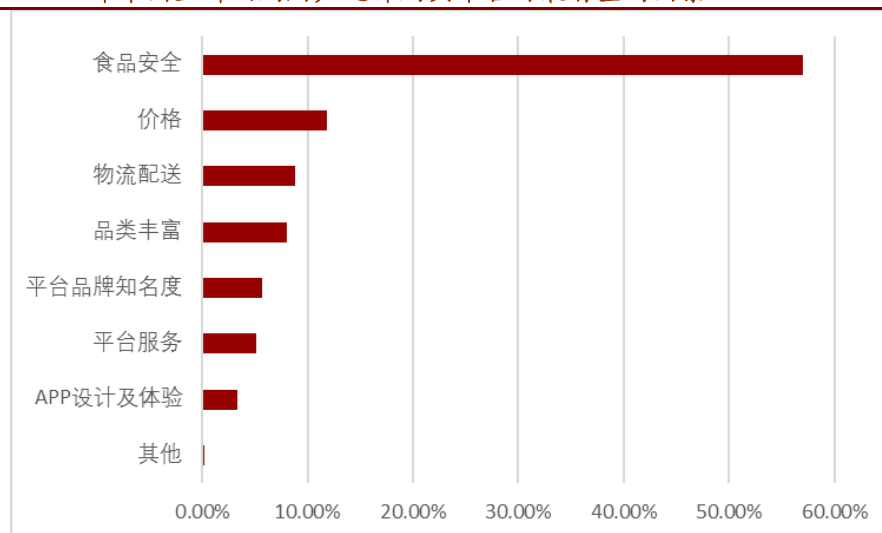
图 15 五个层面全面提升产业链效能



资料来源：招商证券

另一方面，物流能力的提升是提升消费者体验的关键。因生鲜消费具有即时性和高频次的特点，消费者对于生鲜电商的物流配送能力就有了更高的需求。在消费者最关注的因素中，食品安全属于基础要素，而价格上各大电商受制于成本也很难拉开差距，因而最能形成竞争性优势的要素就是消费者第三关注的物流。配送速度，冷链服务等非常考验企业的供应链基础建设水平，包括仓储和物流网络搭建，企业间水平差异较大，因而物流成为影响消费者选择的重要要素。

图 16 2017 年中国生鲜网购用户选择购买平台时最看重的因素



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

2、巨头入局：携手渡过生鲜电商行业阵痛期

生鲜电商行业损耗大，物流和供应链造成的高门槛使得小型企业和未能获得融资的企业不断淘汰出局。随着互联网巨头企业在生鲜电商行业开始布局，原本零散、混乱的竞争格局将会结束。自从 2012 年生鲜电商进入大众视野以来，为了培养用户、提高销量，

提前抢占生鲜市场份额，小型企业的低价竞争模式占得一时上风。但**高成本叠加低价格**终究不是长久之计，**烧钱必然导致弹尽粮绝**。生鲜电商企业站队巨头已是当前生鲜电商普遍现象。据艾瑞咨询报告显示，**排名前十的生鲜电商中，多达七个生鲜电商背后有着“巨无霸”企业的支持**，使得他们在资金、物流、流量、供应链等方面有着得天独厚的优势。

表 2：排名前十的生鲜电商中，多达七个生鲜电商背后有着“巨无霸”企业的支持

生鲜电商排名	生鲜电商	实力合作伙伴
1	每日优鲜	腾讯
2	京东到家	京东
3	盒马	阿里巴巴
4	永辉生活	腾讯
5	大润发优鲜	阿里巴巴
6	食行生鲜	-
7	中粮我买网	中粮
8	本来生活	-
9	光明随心订	光明
10	天天果园	京东

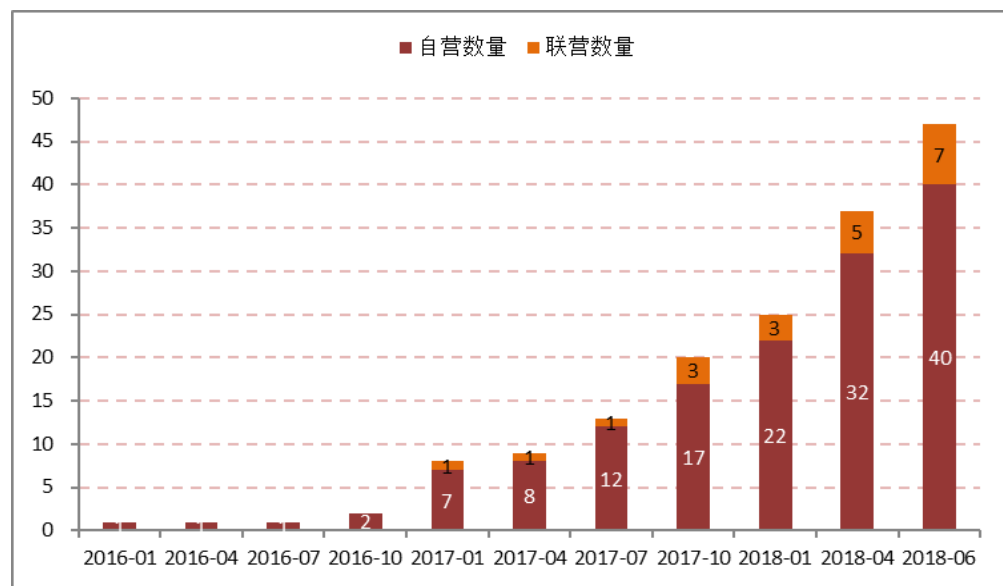
资料来源：艾瑞咨询，招商证券

3、模式创新：多业态整合，寻求新的竞争突破点

生鲜电商的发展一直是在起伏中前进，从成长期生鲜电商平台蜂拥而上，低价营销争夺生鲜线上这块“肥肉”，再到资本大量进入、巨头入局瓜分生鲜市场的高速发展期。现在，生鲜电商市场已经进入应用成熟期，在商业模式、盈利模式、品牌美誉度、资本实力等方面都将积累优势。

成熟期电商在巨头的助力下积极寻求模式创新，通过业态整合来获取竞争突破点。以阿里旗下的盒马鲜生为例。盒马创始人侯毅将其定义为新一代的生鲜电商，和传统生鲜电商不同，盒马将线上到家服务和线下卖场门店相结合，于 2016 年 1 月开出第一家门店，致力于打造“餐饮+超市+APP 电商+物流”线上线下一体化的新零售模式。作为阿里新零售先锋，近来盒马快速扩张，至今在全国一二线 10 个城市中共计开设门店 47 家，最快的门店用时 6 个月达到盈利。与此同时，盒马致力于发展多业态，尝试便利店、主题餐厅、盒马集市等多种商业模式，逐步构建盒马社区生活生态圈，发展成果显著。

图 17 盒马鲜生门店发展情况



资料来源：联商网，招商证券

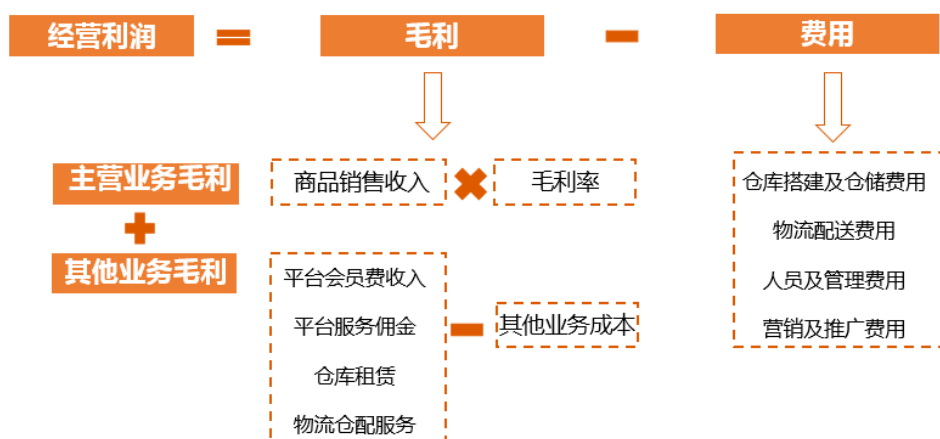
在大店模式基本跑通后，盒马开始多种新业态尝试。近期，盒马鲜生创新开设了 f2 便利店、南翔机器人主题餐厅、餐饮小吃街等多种业态，并以淘鲜达为依托对大润发、三江门店进行改造探索，和三江、新华都等联营特定区域的盒马鲜生，意在构建线上线下高度融合的盒马社区服务生态圈，增强用户粘性。

三、盈利模型分析，供应链和用户规模是基础

中国电子商务研究中心的一组数据显示，生鲜电商 4000 多家入局者中，4% 实现账面持平，88% 亏损，且剩下的 7% 是巨额亏损，最终只有 1% 实现了盈利。很多生鲜电商被价格战拖累而死，如：果食帮就是陷入 O2O 补贴大战、产品低价竞争，最后弹尽粮绝，被逼停业。即使有着雄厚的资本支撑，价格战也非长久之计。随着投资资本回归理性，生鲜电商更多考虑的是依靠经营模式和盈利能力这些硬实力角逐生鲜市场份额。到 2018 年，只有行业独角兽每日优鲜宣布在一线城市实现盈利。

下面我们从基本的利润等式构建生鲜电商的盈利模型，通过分析盈利模型的每一根链条，为生鲜电商行业的投资者和经营者作参考。

图 18 生鲜电商盈利模型



资料来源：公司公告，招商证券

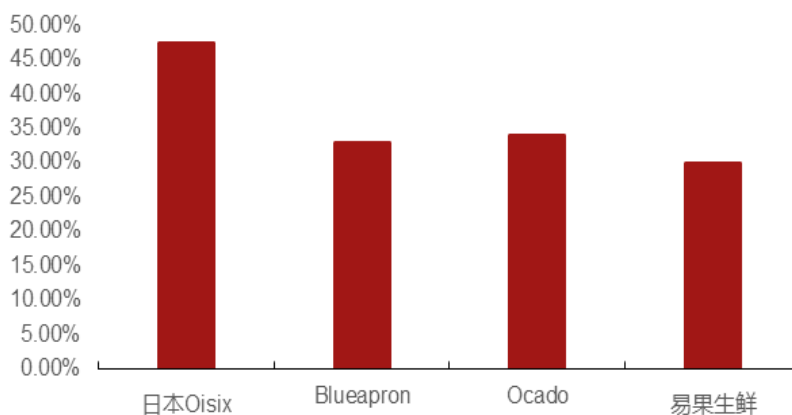
生鲜电商盈利模式可简化为：**经营利润=商品销售毛利+其他业务收入-营业费用**。其中商品销售毛利=商品销售收入-商品成本，其他业务收入=平台会员费收入+平台服务佣金+冷库租赁、仓储物流等平台配套服务收入，营业费用=物流配送费用+仓储费用+营销推广费用。

1、供应链优化提升毛利，用户数量决定盈利空间

生鲜电商商品销售毛利=成交额×毛利率=(用户数×客单价×购买频率)×毛利率。要想提高盈利能力，生鲜电商可以在**毛利率、客单价、用户数和购买频率**这四个方面下功夫。

和国外同行业相比，我国生鲜电商的销售毛利率较低。日本 Oisix 的销售毛利率高达 47.5%，相较于其他生鲜电商，有很明显的优势。国内生鲜毛利率较低的现象主要是由行业阶段性的低价竞争以及商品质量无保证导致的定价能力弱造成的。对于小型生鲜电商企业而言，考虑到生鲜行业的高成本，一味地补贴用户来试图打通生鲜市场抢占市场份额在长期看来是不可取的。要想摆脱价格战的包袱，获得盈利，应该努力提高产品的销售毛利率，因为光有成交额，毛利率低一样无法盈利。

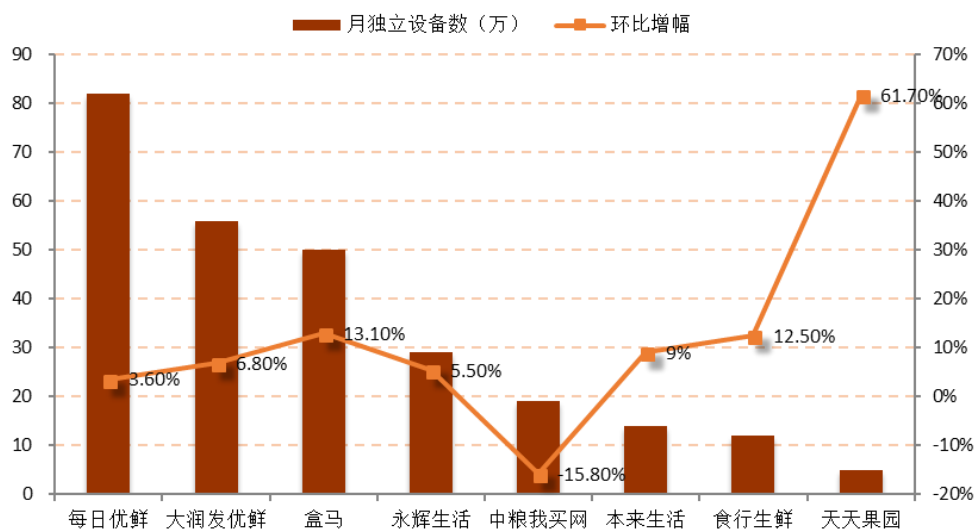
图 19 国内外生鲜电商销售毛利率比较



资料来源：公开资料，招商证券

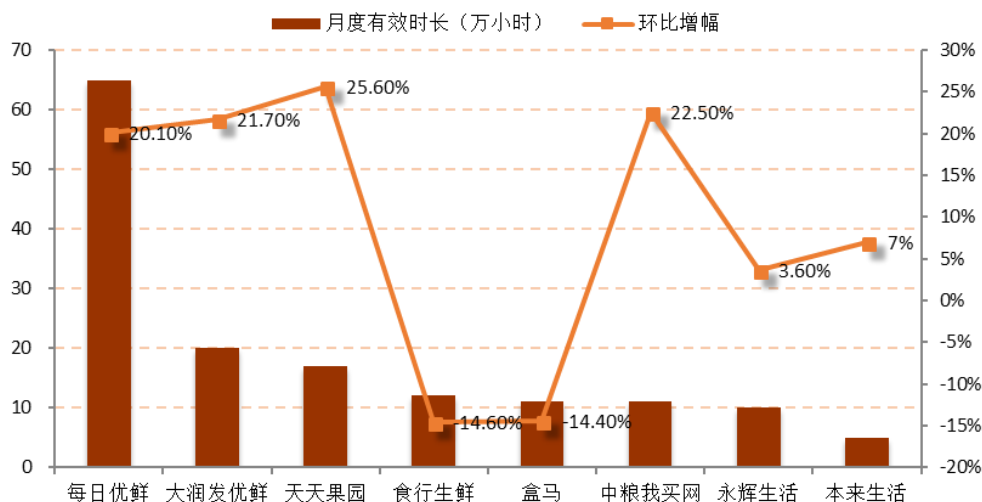
对于电子商务行业，销售的产品是核心，用户数量是基础。用户数量决定了公司未来的盈利空间。各大生鲜电商在用户补贴、品牌营销上投入大量资金，以不断地增加用户数量。京东到家凭借大平台的流量优势在用户上占据明显优势，每日优鲜则借助新人优惠券吸引了大批初始用户，并利用推荐奖励机制不断拓展用户规模，用户增长数也很可观，且从有效使用时长来看，用户粘性也较好。

图 20 2018 年 6 月生鲜电商 APP 月均独立设备数及环比增幅



资料来源：艾瑞 APP 指数，招商证券

图 21 2018 年 6 月生鲜电商 APP 月均有效时长及环比增幅



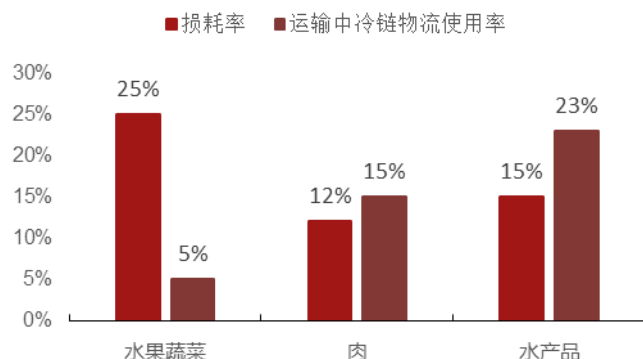
资料来源：艾瑞 APP 指数，招商证券

2、加强冷链物流，仓储，供应链管理的成本投入

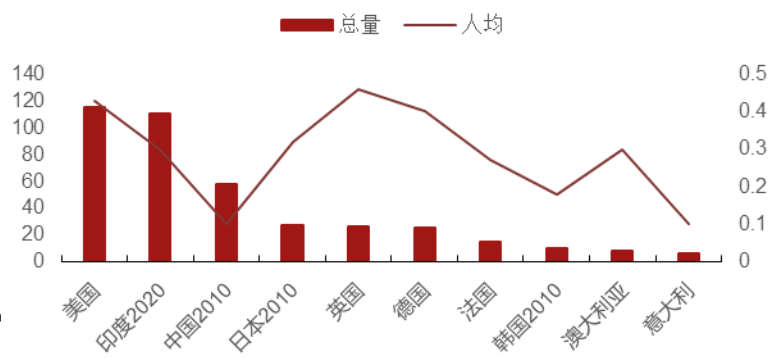
生鲜电商相比于传统生鲜销售模式减少了人工成本、租金成本以及管理成本，但其要想与线下模式竞争，就必须在冷链物流、仓储、供应链管理等加强成本投入。我国生鲜食品在运输中冷链物流的使用率不高，造成食品在流通环节中损耗率太高。根据 2017 年中国产业信息网数据统计，在水果蔬菜上的冷链物流使用率只有 5%，导致水果蔬菜在流通中的损耗率远远高于肉类和水产品，高达 25%。我国冷藏库容量和人均容量水平远远低于其他国家，人均冷藏库容量最高的是英国和美国，接近我国人均容量的 6

倍。国内生鲜电商应该增加冷链物流、仓储和供应链管理的成本投入，同时提高成本投入效率。

图 22 我国不同食品在流通环节冷链物流使用情况 图 23 各国冷藏库容量及人均容量



资料来源：乐晴智库，招商证券



资料来源：乐晴智库，招商证券

3、依靠其他业务收入抵补亏损或成可寻之路

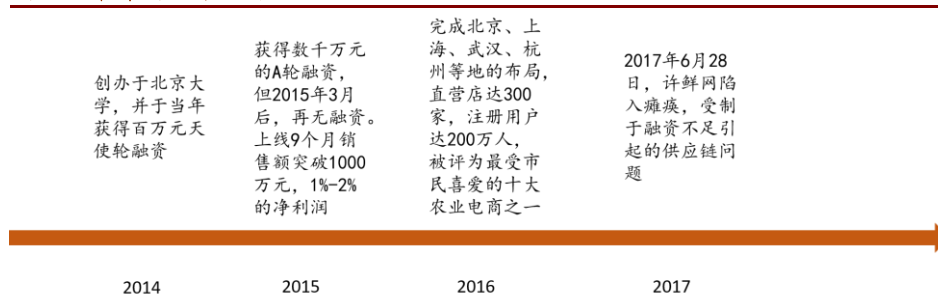
生鲜电商的其他业务收入包括：平台会员费收入、平台服务佣金以及冷库租赁、仓储物流等平台配套服务收入。在目前依靠生鲜产品销售收入无法取得盈利的情况下，生鲜电商依靠其他业务收入的增加来抵补亏损也是一条可寻之路。英国最大生鲜电商 Ocado 在 2013 年将物流服务对第三方开放，与英国大型商超 Morrisons 签订长达 25 年期的合约，Ocado 从这项合作中收取费用。正是在有了 Morrisons 这项收入来源之后，Ocado 于 2014 年扭亏为盈。

四、典型企业分析，洞悉行业发展

（一）许鲜倒闭：供应链断裂、融资失败是致命点

诞生于 2014 年，以卖水果起家的许鲜网曾在北京各大高校红极一时，然而近日生鲜电商许鲜的倒闭使得生鲜电商死亡名单里又增加了一位新成员。纵观其出现系统瘫痪到会员金额无故清零的整个过程，供应链断裂、融资失败是危机不断升级的关键。供应链断裂、融资失败也是整个生鲜电商行业的致命点。

图 24 许鲜的发展历程



资料来源：公开资料，招商证券

消费者对生鲜产品的品质要求高，而生鲜行业的毛利率较低，因而发展成熟又稳定的供应链对生鲜电商把握产品品控和提升议价能力从而降低成本至关重要。许鲜 80% 的水

果都来自新发地，只有少部分是原地直采。在许多生鲜电商已经开始通过寻求海外直采来寻求差异化竞争的情况下，像许鲜这一类供应链管理能力较差的生鲜电商被淘汰出局不足为奇。

供应链的断裂与融资失败密不可分。生鲜行业是一个投资巨大且回收期较长的行业，生鲜电商仍需要不断融资来完善供应链建设和提高物流能力。许鲜从创立之初到现在，公开的融资记录只有两轮。2014年9月获得数百万元天使轮融资，2015年完成数千万元A轮融资，具体金额没有公开，此后对外也没有宣称新的融资计划。而我们知道**融资达到一定轮次后，平台才会达到一定体量**。许鲜在完成A轮融资后，再也没有更新融资状况，说明它的团队和经营模式不被资本方看好。

图 25 中国生鲜电商融资轮次

企业	A	B	C	D
每日优鲜	√	√	√	
中粮我买	√	√	√	
天天果园	√	√	√	√
易果生鲜	√	√	√	√
本来生活	√	√	√	
许鲜	√			

资料来源：易观智库，招商证券

生鲜电商的危机大多出现在企业或电商平台成立的**初创期**，而整个生鲜行业也处于**用户教育阶段**，需要足够强大的资本支撑来为补贴用户买单。品牌营销、供应链管理和物流体系建立更是需要长期巨额的资本投入。生鲜行业没有捷径可走，必须依靠硬实力角逐，因而具备雄厚资本和核心竞争力的电商更容易在行业幸存并取得一席之地，而没有走过这一关的初创企业则将被淘汰。

表 3：生鲜电商死亡名单

生鲜电商	上线时间	发展阶段	项目介绍	目前状态
吉哆生活	2010.01	成长发展期	主打生鲜食品、熟食等生活物品的综合电商网站，现已转型为医疗相关网站	已转型
菜管家	2011.05	初创期	一个食品销售配送平台，集基地生产、市场采购、食品加工、即时配送、团购、食品类商家联盟销售等服务	已关闭
鲜品汇	2012.10	初创期	为热爱生活的人们提供生活服务的创新机构，通过原产地文化复原、体验活动引导相结合的方式提供原产地食材套装、礼盒以及特色旅游线路，为广大用户在不同生活场景输送新鲜内容	已关闭
美味七七	2013.05	初创期	服务于上海、江苏、浙江三地的生鲜电商，以亲切健康生活化的品牌形象，致力于传达从美味到舌尖乃至心灵的美好体验	已关闭
花样生活	2013.08	初创期	以花为中心的社区和电商网站	已关闭
正源食派果蔬帮	2013.08	初创期	水果蔬菜配送服务商，为北京地区餐馆提供采购托管服务，覆盖时令果蔬、商务礼品等	已关闭
后厨网	2013.12	初创期	后厨网是一个主打农副产品、后厨用品的移动商城	已转型

生鲜电商	上线时间	发展阶段	项目介绍	目前状态
青年菜君	2014.03	初创期	售卖半成品净菜为主的 O2O 企业	
特土网	2014.05	初创期	主打全国土特产商品的电商网站，产品有各地土特产、美食、小吃、农副产品等	已关闭
果食帮	2014.06	初创期	提供品质鲜果、进口食品、进口日护、鲜花、蛋糕等优质产品和配送服务，倡导“一键即吃，2h 速达”的掌上果实生活	已关闭
采购兄弟	2014.08	初创期	面向供货商与餐饮企业的 B2B 在线交易平台，提供各类生鲜食品采购服务	已转型
抢鲜购	2014.08	初创期	生鲜垂直电商品牌	已关闭
壹桌	2015.06	初创期	以线上生鲜购物为切入点，买手团队寻找优质食材，自建配送队伍，向上海以及江浙的客户提供服务	已关闭
本来便利	2015.08	初创期	可在 1 小时内为用户配送生鲜水果、休闲零食、冰饮乳品、水产海鲜、生活用品等多种商品	已关闭
许鲜	2014.04	初创期	打新鲜水果的 O2O 电商平台，起于校园水果配送	已关闭

资料来源：公开资料，招商证券

（二）每日优鲜成独角兽：“前置仓”打造护城河

1. 每日优鲜的发展历程

每日优鲜成立于 2014 年 11 月，短短三年期间，迅速成长为 10 亿美元估值的行业独角兽。2017 年 8 月宣布在一线城市实现整体盈利，8 月单月营收达 2.8 亿元。

表 4 每日优鲜融资历程

融资时间	轮次	融资金额	投资方
2014.12	种子轮	500 万人民币	光信资本
2015.5	A	1000 万人民币	光信资本，腾讯
2015.11	B	2 亿人民币	腾讯，浙商创投，元璟资本
2016.4	B+	2.3 亿人民币	远翼投资，华创资本
2017.1	C	1 亿美元	联想集团，腾讯，浙商创投，远翼投资，华创资本，KTB 投资集团
2017.3	C+	3.3 亿美元	Tiger Global, 元生资本，时代资本
2017.12	便利购 A+B	2 亿美元	腾讯，鼎晖投资等

资料来源：公开资料，招商证券

每日优鲜提供全品类生鲜一站式购买服务，并在全国 20 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，提供全球优质生鲜会员 1 小时达服务。截至目前，每日优鲜覆盖的全国城市数量达 20 个，全国前置仓数量 1000 多个。

图 26 每日优鲜全国仓储分布



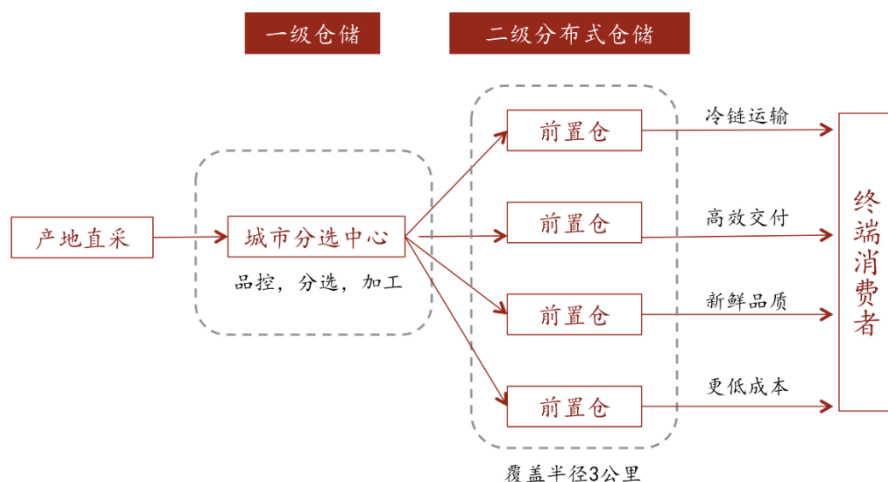
资料来源：公开资料，招商证券

2.三大核心竞争优势

一，创新型的“前置仓模式”，在主要城市建立起“城市分选中心+社区配送中心”的极速达冷链物流体系。国内生鲜电商鲜有成功案例，其主要制约因素在于冷链物流基础设施建设滞后，损耗率居高不下。通常生鲜电商的损耗率在 10%以上，有的甚至高达 30%，而据称每日优鲜目前的损耗率只有 1%。

每日优鲜首创生鲜电商行业“前置仓”模式，建立“城市分选中心+社区前置仓”的二级分布式仓储体系，在华北、华东、华南等地区建立城市分选中心，并根据订单密度在商圈和社区建立前置仓，每个前置仓覆盖周边半径三公里。商品入库后，经过城市分选中心的品控、分选、加工等环节，根据智能补货系统提供的补货系数，被分发到各个前置仓，全程冷链运输。用户下单后，配送员从前置仓提货，保证了商品的新鲜品质和交付速度。

图 27 每日优鲜的二级分布式仓储体系



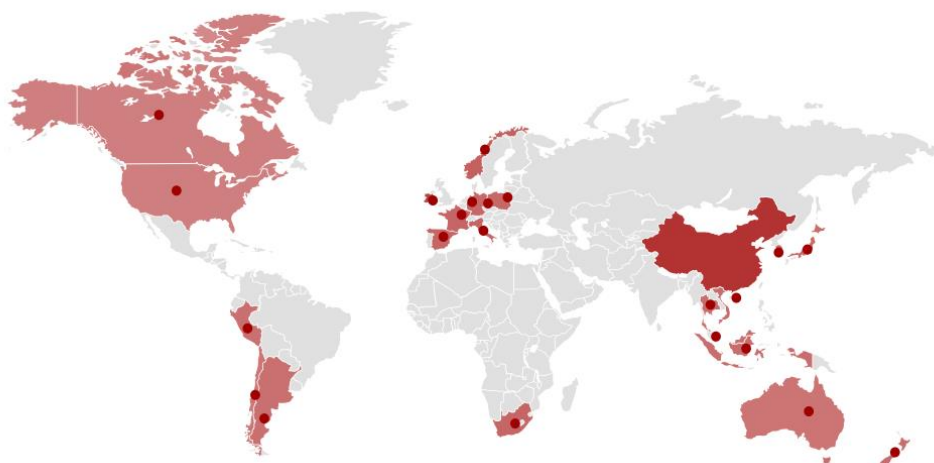
资料来源：公开资料，招商证券

相较于中心仓模式，前置仓模式配送效率更高，经营成本更低，与成熟冷链结合可以实现“体验好，成本低，复制快”的业态模式。每日优鲜计划 2019 年建设一万个前置仓，覆盖 100 个城市，每个仓库年销售额 1 千万，总销售额可达一千亿元。随着仓储物流网络搭建，也将进一步深挖护城河，巩固独角兽地位。

二，“全品类精选”的选品策略，切中消费者的购买痛点。每日优鲜已完成在水果、肉蛋、水产、蔬菜、速食、乳品、饮品、零食、轻食、粮油、日百等全品类生鲜布局，为用户提供全球精选生鲜一站式购买服务。买手团队深入全球优质产地，从千百款产品中精选最优质的货源，建立了覆盖全球 30 多个国家和地区的生鲜采购网络。

图 28 每日优鲜买手覆盖全球

300+买手/30+国家和地区 /100%质检/11大全品类精选商品



资料来源：公开资料，招商证券

“全品类优选”的模式，一方面符合年轻用户想要快速买到优质商品的观念，降低了选择成本，提高了决策及购买效率，使得每日优鲜在获取 80、90 后用户方面有一定的优势。另一方面精选 SKU 与前置仓模式相匹配，以精代多，保证了仓配物流效率，提升

了用户体验。

三，社交会员制运营，通过会员制沉淀用户，通过社交分享实现较低成本的以客带客。每日优鲜利用噱头发券方式吸引新用户，利用会员制提升用户粘性，社交分享模式促进用户裂变增长。17年8月，每日优鲜数据显示会员平均每年购物60-70次，每次购买10个单品，新会员中有40%来自老会员推荐。

每日优鲜从2017年11月正式推出会员制，2018年1月进行了会员体系的全新升级。推出会员专享商品300款、返现5%、会员专享价最高优惠50%、1小时达以及专享客服等五项特权，并承诺会员专享品毛利率上限为13.9%。目前每日优鲜营收60%来自现有会员，平台的月购复购率约80%。会员制有助于提升用户粘性，同时有助于收集消费者偏好，精准用户画像，实现更有效的营销推广。

图 29 会员专享商品&优惠价



资料来源：每日优鲜 APP，招商证券

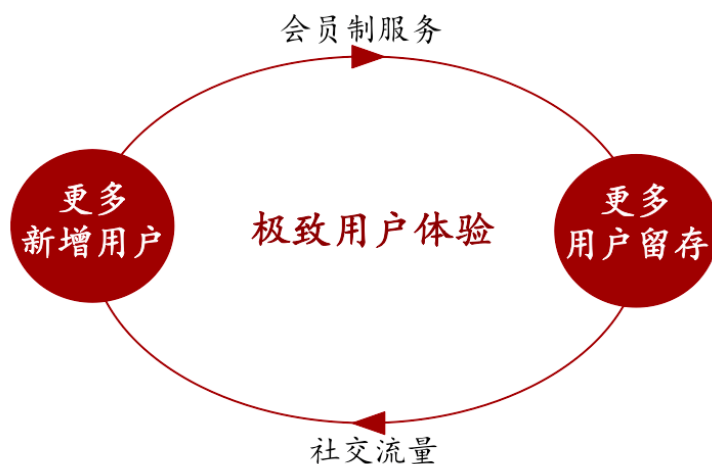
图 30 会员特价活动专区



资料来源：每日优鲜 APP，招商证券

每日优鲜还添加了“邀请制”，可邀请好友共享会员权益，也可与邀请的新注册好友同时获得满减红包。利用奖励推荐机制，有助于以客带客，通过口碑式传播带动用户增长。通过社交化的会员制运营，有助于建立以高频复购为核心的用户基础正循环。随着微信购物生态和小程序的日渐普及，社交化会员制将会迎来更大的发展空间。

图 31 每日优鲜社交会员制打造用户基础正循环



资料来源：招商证券

3. 腾讯提供资源助力发展

腾讯一直以来都是每日优鲜的重要股东，不仅参与了公司连续四轮融资，更在流量、技术，人才管理等层面给予了每日优鲜诸多帮助。比如，每日优鲜推出极速达服务时，关键技术难点在地图定位。其他地图产品每天访问量受限，还需要做大量接口工作。腾讯委派了一个十几人规模的小组，24 小时给予支持，直到极速达产品上线。腾讯在基础连接、移动互联、网络社交等领域拥有非常丰厚的优势资源，腾讯云也能够提供深度技术服务支持。这些资源将有效提升每日优鲜的技术能力和服务水平。

图 32 腾讯助力每日优鲜发展



资料来源：招商证券

（三）取经英国生鲜电商 Ocado：寻求外生盈利

1、Ocado 概况介绍

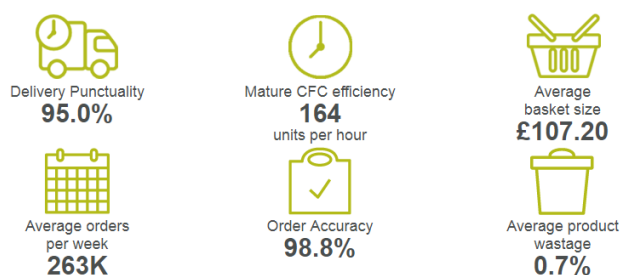
Ocado 成立于 2000 年，于 2010 年在伦敦证券交易上市，2017 年零售交易额达 13.5 亿英镑（约 130 亿人民币）。作为英国最大的线上 B2C 零售商，其商业模式对于中国的

生鲜电商具有一定的借鉴意义。Ocado 属于纯线上独立运营模式，依靠大型客户服务中心进行集中储存、捡装和配送。因为只做线上，所以功能非常强大。2002 年 1 月，Ocado 在哈特菲尔德建立第一个物流仓储中心。凭借优质高效的冷链物流技术，Ocado 形成了一套独特的上零售运营模式。

截止 2017 年末，Ocado 的活跃用户数达 64.5 万人，SKU 数量达 49000 个，成熟的 CFC 效率提高 2.5% 到每小时 164 单位，配送服务覆盖 70% 的英国家庭。每辆车每周要送的订单量高达 182 单，比上一年增长了 3.4%。商品浪费率仅为 0.7%，可以说是食品零售商中效率最高的。平均周订单量突破 26 万单，订单的准确送达率高达 95.0%，所有客户订单均能够次日送达。

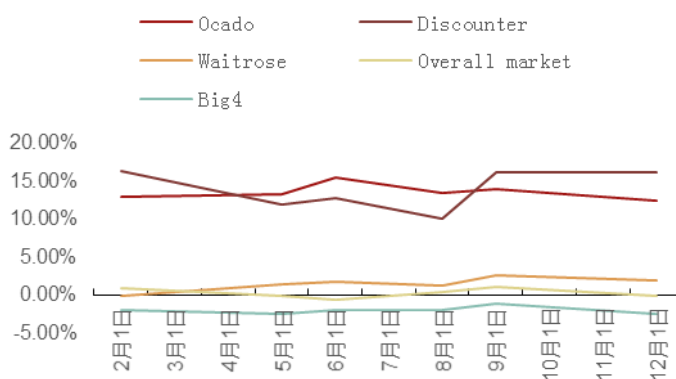
图 33 2016 年 Ocado 的优异表现

2017 Key stats



资料来源：公司官网，招商证券

图 34 Ocado 与其他生鲜电商增长率比较



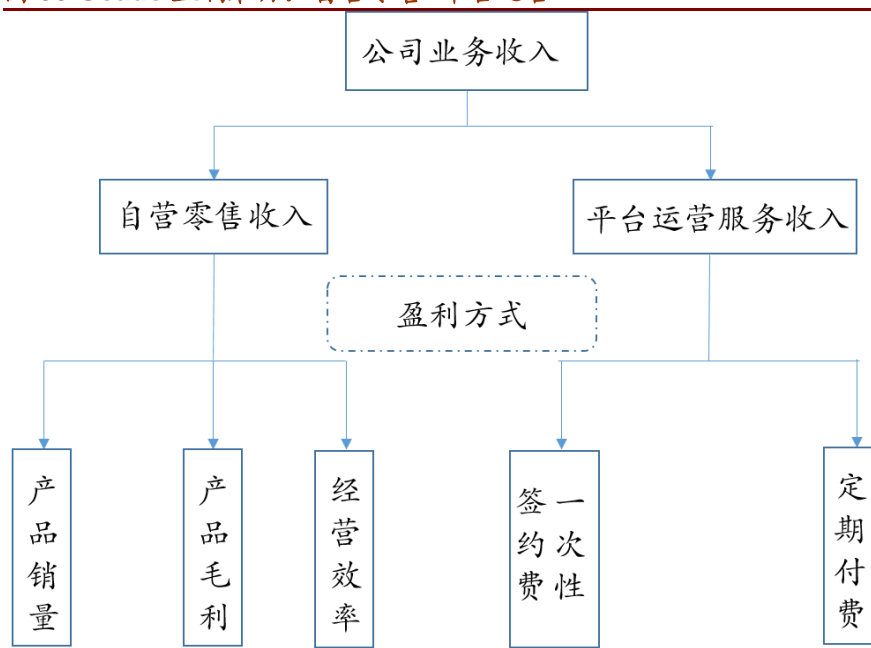
资料来源：公司官网，招商证券

2、Ocado 的盈利来源：自营零售+平台运营

Ocado 的业务组成为两个部分，自营零售和平台运营。自营零售的定位是物美价廉，以极具竞争力的价格为消费者提供品质高的产品。主要在以下几个方面促进业绩驱动：经营方案的持续改良；利用技术创新提升用户体验；不断拓展品类，提升价格优势；外部技术的发展（如移动端的普及）。这一块盈利主要体现在产品销量、供货收入、配送收入产品毛利以及经营效率方面。

平台运营业务的定位是为线上杂货零售商提供全链条零售运营解决方案的管理服务平台。平台的运营顺应了全球零售线上转移趋势。公司在这一块主要做的是 Ocado 智能平台（smart platform）的改进优化以及为合作伙伴提供的平台增值服务。平台运营的业务收入来源于平台服务收费：一次性签约费，定期付费。

图 35 Ocado 盈利来源：自营零售+平台运营

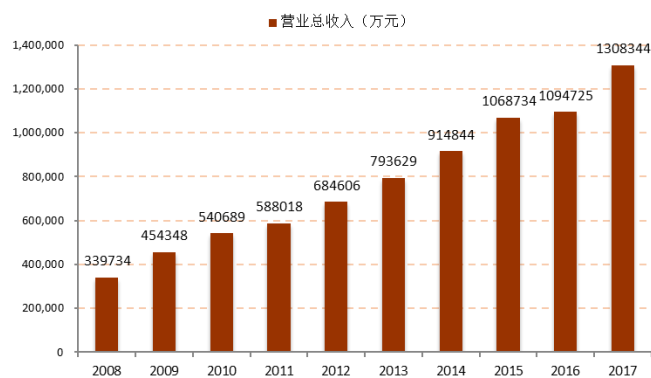


资料来源：公司年报，招商证券

3、Ocado 的启示：寻求外生盈利增长点

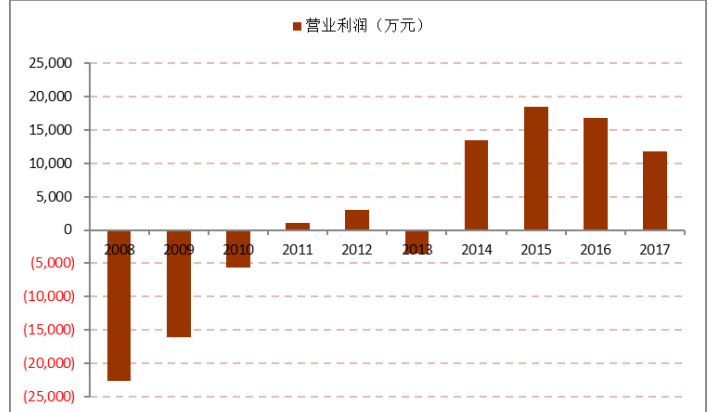
Ocado 于 2002 年成立，但直到 2013 年之前，公司同中国现在大部分生鲜电商的命运一样，一直处于亏损状态。2014 年起，公司以 **Ocado 智能平台形式将已成熟的物流技术服务开放给其他零售商并收取服务费**，Morrisons 成为公司电商运营平台的第一位合作伙伴。后台供应链的贡献为公司带来了额外收入，使得资产利用率维持较高水平，帮助 Ocado 扭亏为盈。公司 2014 年实现首年盈利，营业利润达 1.3 亿人民币，公司股价也迎来了一波大幅上涨。

图 36 Ocado 营业总收入



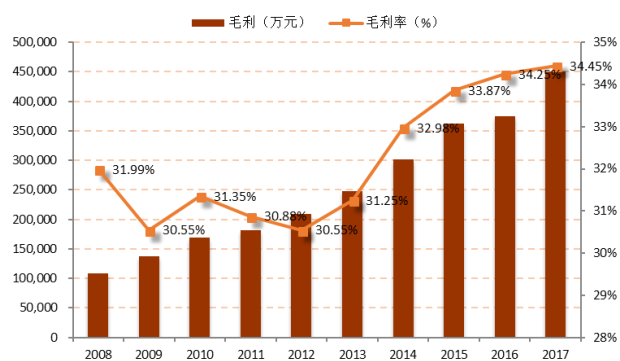
资料来源：公司年报，招商证券

图 38 Ocado 营业利润



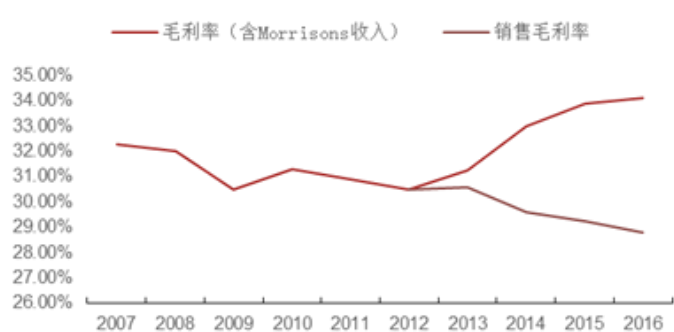
资料来源：公司年报，招商证券

图 39 Ocado 毛利及毛利率



资料来源：公司年报，招商证券

图 40 Ocado 销售毛利率与综合毛利率（含 Morrisons）比较



资料来源：公司年报，招商证券

分析师承诺

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，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，紧跟市场热点，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。

投资评级定义

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±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

重要声明

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。