

餐饮

长风破浪会有时，寻找中国食品分销商的发展之路

餐饮供应链是餐饮企业最为重要的环节之一。餐饮供应链的核心是供需的匹配，以服务下游餐饮企业为主要目的，提供经营所需的各类食材。餐饮供应链主要包括采购、加工、流通等环节，通过资源的整合来帮助企业提供安全稳定的原材料、提升效率降低成本。原料成本占据餐饮企业 40% 以上的比重，为 59% 餐饮企业的最大经营痛点。优秀的餐饮供应链管理保障食品品质、扩大供应规模，有助于建立品牌形象，走出中等规模困境。

美国餐饮供应链历经百年，多因素促进大型食品分销商的形成。从整体历史发展情况而言，美国的食品分销行业呈现从分散到集中的趋势。行业同质化程度高，在发展过程中，长期处于分散的格局，例如 Sysco、PFGC、US Foods 等龙头分销商的形成需要大量的兼并收购。与此同时，多重利好因素为大型食品分销商带来利好：①从上游看，美国农业生产集中，有利于食品供应商企业集中规模化采购。②在基础设施方面，美国冷库的基础设施建设较为完善，在很大程度上减少供应过程中物料损耗。③信息化建设方面，美国食品分销业信息化成熟，自身运营效率极高，同时能额外赋能下游餐企。④下游市场来看，美国餐企连锁化率达到 54%，餐企的高度集中有利于企业集约化发展。

从美国广产品线分销商来看，餐饮供应链的规模效应并不显著。广产品线分销商毛利相对较低，净利润在 0%-3% 左右，依靠高效的货物流转赚取较高的 ROA 和 ROE。在毛利端，由于分销商采购量过于庞大，采购来源逐渐多样化，议价能力达到瓶颈，趋于稳定；在物流端，Sysco 的成本始终在 5.2%-5.9% 的范围内波动，并没有随着服务餐厅点位密度的增加而呈现下降的趋势。公司在收购过程中形成的庞大商誉严重拖累资产周转效率。随着商誉在资产的比重逐渐上升，公司的周转效率呈下降趋势。

中国供应链发展仍处于早期，食品分销商发展行则将至。从农产品流通来看，中国农产品流通链路长，加价环节多，广产品线有一定的利润空间。从上下游来看，产业格局相对分散，议价能力较弱。从产品流通过程来看，中国物流体系建设完善程度相对较低，且食品分销商将面临着中国各地大型批发市场的竞争。

投资建议：①广产品线分销商，流通环节的减少具有一定的利润空间，关注企业品牌影响和成本把控能力；②垂直品类分销商，看好行业空间大以及拥有技术壁垒的企业，关注下游渠道拓展能力；③下游大型餐饮品牌的供应链延伸，关注下游具有优质客户，业内影响力强的餐饮供应链公司。

风险提示：食品安全风险；盲目扩张的风险；自然灾害或疫情的风险；宏观经济下滑的风险。

证券研究报告

2021 年 03 月 07 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《餐饮-行业点评:春节过后市场降温,调味品和速冻品销量收窄》 2021-03-06
- 2 《餐饮-行业专题研究:下沉市场争夺战,茶饮如何抓住小镇青年?》 2021-02-27
- 3 《餐饮-行业深度研究:奈雪引领高端现制茶饮,场景营造中寻觅品牌差异点》 2021-02-21

内容目录

1. 缘何餐饮供应链是餐企的大心脏？	5
2. 他山之石，细品美国供应链体系如何走向成熟？	8
2.1. 分散格局历经百年，广产品线分销商终成主流	8
2.2. 农业机械化+物流体系化+系统信息化+餐饮集中化，美国餐饮供应链体系成熟	10
2.2.1. 上游农业机械化程度高，品类生产集中	10
2.2.2. 冷链系统布局范围广，物流体系建设完善	11
2.2.3. 技术应用起步早成熟度高，支撑龙头公司规模化发展	13
2.2.4. 下游餐饮连锁化程度高，市场相对集中	13
2.2.5. 罗马非一日建成，龙头经历大量兼并收购	14
3. 以美为鉴，广产品线分销商存在规模效应吗？	16
3.1. 广产品线食品分销商产业链拆分：利如薄纸，原产品成本占八成以上	16
3.2. 在规模扩大的过程中，食品分销商管理体系向垂直化演变	16
3.3. 各龙头企业毛利率相对稳定，规模效应并不显著	17
3.4. 龙头供应商优势在于仓库坪效和人效，而收购带来的协同效应较低	18
3.4.1. 龙头供应商仓储坪效和人效优于行业水平，运输成本的规模效应不显著	18
3.4.2. 收购后商誉增加拖累 ROA 提升，协同效应并不明显	19
3.5. 广产品线供应商价值更多在于对餐企的便捷性和对制造商的高效性	21
4. 中国餐饮供应商的机会在何处？	23
4.1. 中国餐饮产业链仍处于发展早期，餐饮供应商道阻且长行则将至	23
4.1.1. 下游：餐饮业集中度有望缓慢提升，小 B 餐饮企业仍为主导	23
4.1.2. 中游：物流水平较发达国家仍有差距	24
4.1.3. 上游：小生产大流通，供应商需要挑战批发市场的地位	25
4.2. 在上下游格局分散的中国餐饮市场，哪些供应商最有机会杀出重围？	26
4.2.1. 蜀海：海底捞餐企延伸，标准化采购+中央厨房，面向大型餐企	26
4.2.2. 美菜网：“F2B”模式减少供应链流通环节，避免批发商经销商层层加价	26
4.2.3. 信良记：龙虾水产垂直领域切入，速冻技术形成壁垒	27
5. 投资建议	29
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：广义餐饮供应链服务涵盖产业链各个环节	5
图 2：狭义餐饮供应链主要是食材供应为主	6
图 3：原料成本为餐饮企业的最大开支项（2019 年）	6
图 4：原料成本是餐饮企业经营者的最大痛点	6
图 5：多数餐企开展过供应链管理建设	7
图 6：餐饮供应与服务领域占据餐饮行业投资额的半壁江山	7

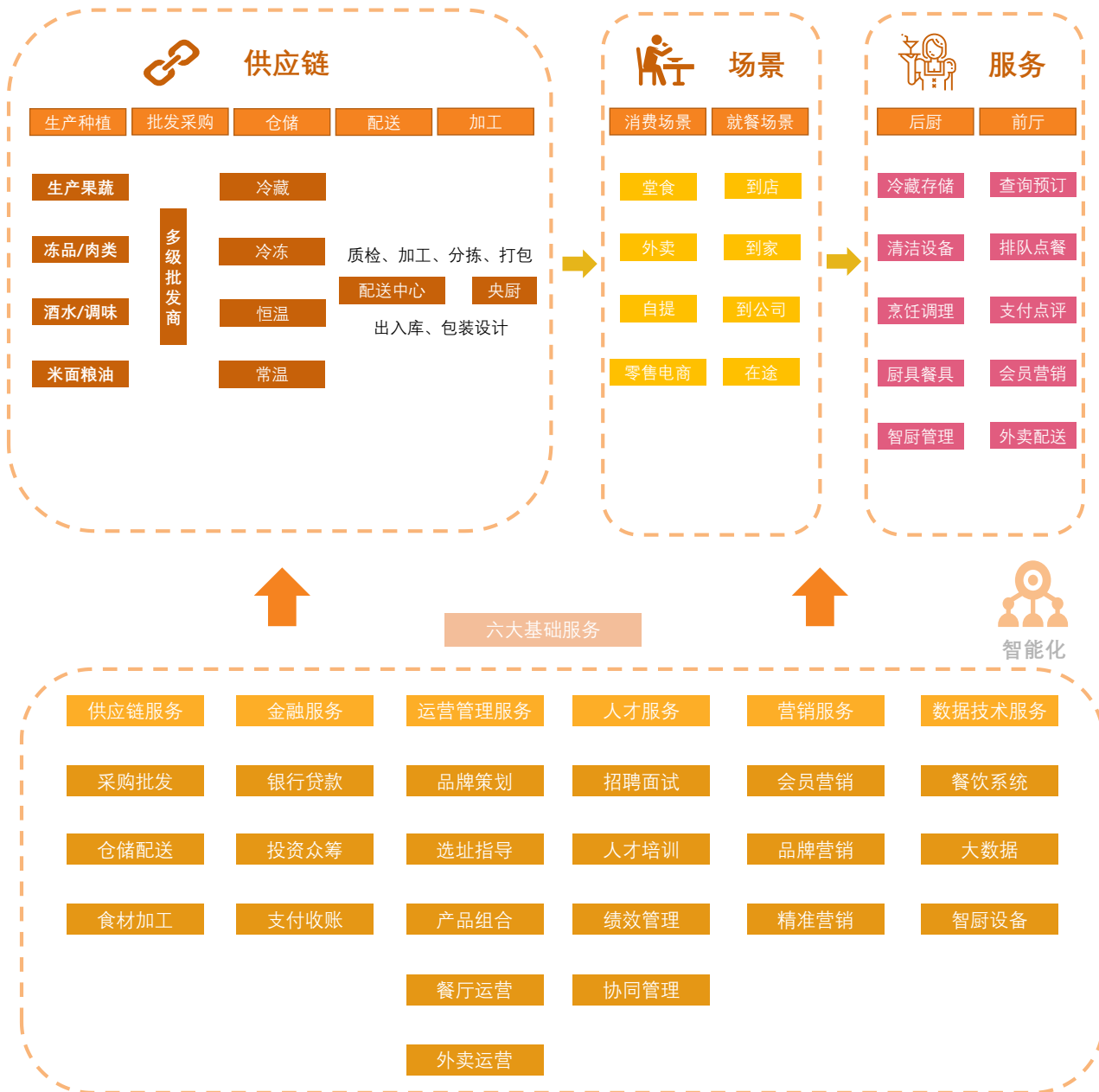
图 7：中国餐饮业面临中等规模困境	7
图 8：美国餐饮供应商市场规模达 3100 亿美元（单位：亿美元）	8
图 9：美国食品分销商的发展历史	9
图 10：连锁店客户占比逐年提升	9
图 11：广产品线分销商占比不断提升	9
图 12：2003 年美国食材分销行业 CR3 市占率	10
图 13：2020 年美国食材分销行业 CR3 市占率	10
图 14：美国农业机械化开始时间较早	10
图 15：美国农场数量持续下降，规模不断上升	10
图 16：美国农业呈现地区专业化分布	11
图 17：美国农场生产品类数量持续下降	11
图 18：中国的农业机械化水平不断提升	11
图 19：多数餐饮企业对于冷链物流依赖程度大	11
图 20：美国冷链运输效率高	12
图 21：美国冷链物流自 20 世纪 40 年代开始快速发展	12
图 22：中国人均冷库拥有量低于发达国家（单位：立方米/人）	12
图 23：20 世纪 80 年代行业已有自动化分拣运输系统	13
图 24：Sysco 赋能下游餐厅管理	13
图 25：2019 年中国餐饮市场 CR5 为 2.8%（按收入口径）	13
图 26：2019 年美国餐饮市场 CR5 为 16.5%（按收入口径）	13
图 27：1970-2008 年 Sysco 并购的企业数量	14
图 28：Sysco 的营收随着大量的并购水涨船高（单位：百万美元）	14
图 29：US Foods 形成前后历经多次并购	15
图 30：Ameriserve 在大规模扩张前后的杠杆率	15
图 31：美国食品分销商的经营架构	16
图 32：Sysco 管理体系的转变	16
图 33：龙头企业持续扩张	17
图 34：持续扩张的同时，各公司毛利率较为稳定	17
图 35：Ameriserve 的下游客户集中度高	17
图 36：Ameriserve 的毛利率远低于 Sysco	17
图 37：采购当地食材的运营商比例较高	18
图 38：多数供应商表示当地采购食材量不能满足全部需求	18
图 39：头部餐饮供应商坪效优势显著（单位：美元/平方英尺）	18
图 40：头部供应商人员效率相对较高（百万美元/人）	19
图 41：头部供应商人员效率相对较高（百万美元/人）	19
图 42：Sysco 的运输成本规模效应并不显著	19
图 43：Sysco 的资产周转次数和商誉及无形资产占比呈负相关	20
图 44：2019 年 US Foods 与 PFGC 的商誉占比和 ROA 比较	20
图 45：供应商资产主要集中于商誉、存货、应收账款和固定资产	20
图 46：除去商誉和现金后，Sysco 资产周转率并没有明显下滑	20
图 47：1993-2018 年 Sysco 应收账款周转天数呈下降趋势	21

图 48: 1993-2018 年 Sysco 存货周转天数先降后升	21
图 49: 自 2016 年收购后, 海外食品分销经营利润率逐年下滑	21
图 50: Sysco 对于上游供应商的意义	22
图 51: 2017 年中国餐饮业各大菜系占比	23
图 52: 中国餐饮企业集中度率较低	23
图 53: 中国餐饮企业连锁化率缓慢提升	23
图 54: 中国物流成本远高于日美等发达国家	24
图 55: 中国农产品的流通模式	25
图 56: 中国农村合作社曲折的发展之路	25
图 57: 蜀海业务闭环	26
图 58: 美菜网对于餐饮供应链的重塑	27
图 59: 信良记的爆款产品	28
图 60: 公司冷链大仓的分布	28
 表 1: 美国三大类供应商及代表性企业	 8
表 2: 中国前十大餐饮公司及其所属赛道	24

1. 缘何餐饮供应链是餐企的大心脏？

餐饮供应链是连接上游农产品和下游餐饮企业的桥梁。餐饮供应链的核心是供需的匹配，以服务下游餐饮企业为主要目的，提供经营所需的各类食材。广义的供应链服务涵盖多项内容。①上游：主要为食材供应，包括原材料的生产、加工、采购、加工、仓储、物流（冷链+常温）、配送等。②中游：包含餐饮企业及门店运营管理环节，包含企业及门店的财务核算、人力资源管理、企业与门店管理、品牌营销等方面提供服务。③下游：主要包含初级消费者的相关业务服务，包含消费者线上订座、外卖送餐、到店扫码点餐买单等。

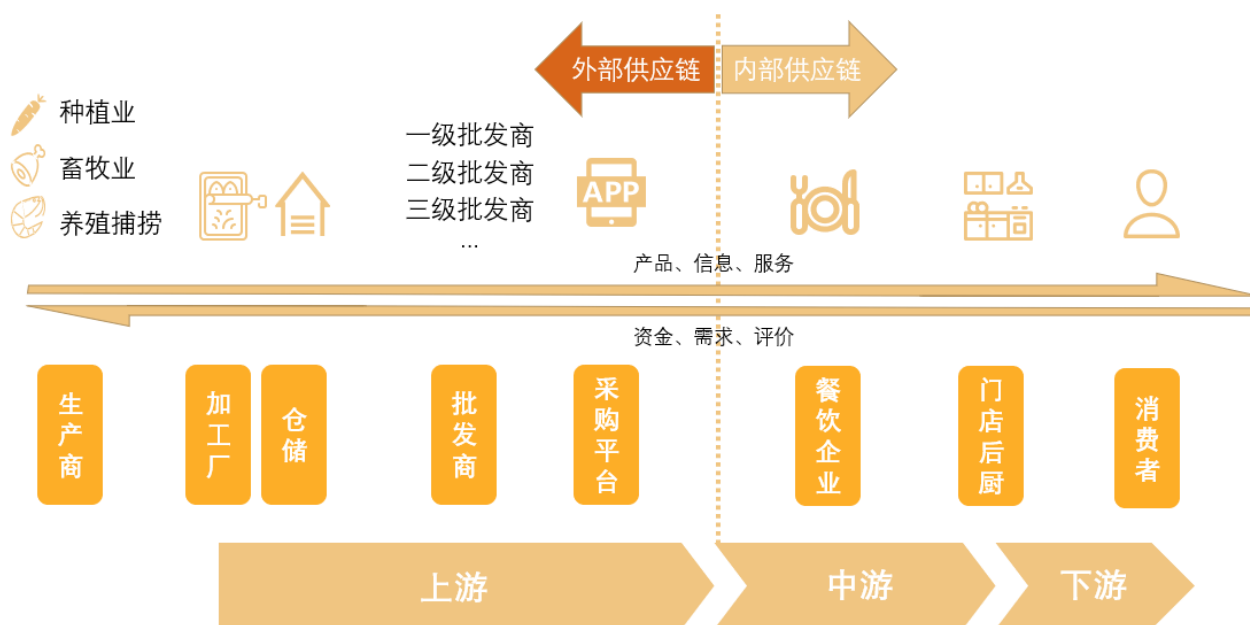
图 1：广义餐饮供应链服务涵盖产业链各个环节



资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

狭义餐饮供应链主要包括采购、加工、流通等环节，通过资源的整合来帮助企业提供安全稳定的原材料、提升效率降低成本。

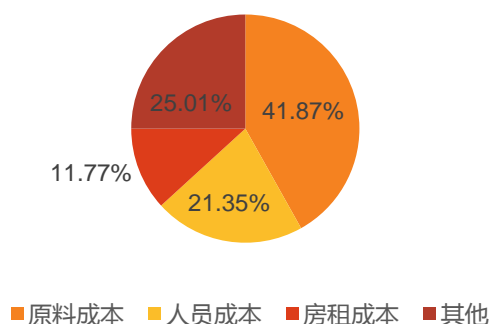
图 2：狭义餐饮供应链主要是食材供应为主



资料来源：亿欧智库，中物联冷链委，天风证券研究所

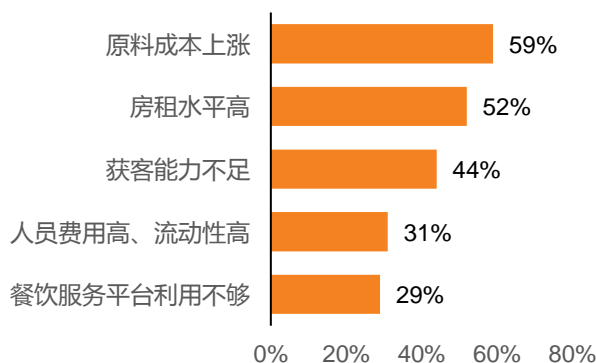
原料成本是餐企“三座成本大山”之首，成本品控为餐饮企业命脉，优秀的供应链管理是餐饮品牌规模化发展的重要前提。餐饮企业的成本主要来自于原料成本、人力成本、房租成本，根据《2020 中国餐饮业年度报告》，原料成本平均占营收 41.87%，人力成本平均占比 21.35%，房租成本平均占比 11.77%。根据美团研究院发布的《2019 中国餐饮商户发展报告》，有 59%的餐饮企业认为原料价格的上涨为其经营痛点。

图 3：原料成本为餐饮企业的最大开支项（2019 年）



资料来源：中国饭店协会，天风证券研究所

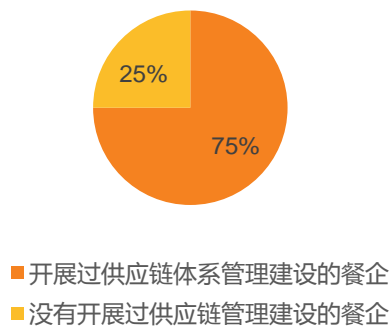
图 4：原料成本是餐饮企业经营者的最大痛点



资料来源：美团研究院，天风证券研究所

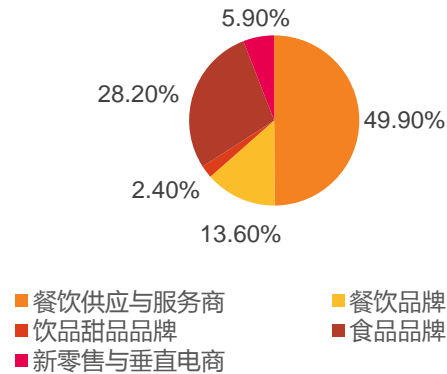
通过餐饮供应链管理对于餐企成本的节省非常重要。以海底捞为例，其专门设立蜀海公司保证其供应链的品控。高质量、大规模的采购使得海底捞的食材原料品质上乘，为其打造良好的品牌形象和规模化扩张打下坚实的基础。从餐饮经营方来看，75%的餐饮企业都有对于供应链的管理；从资金方的角度来看，2014-2018 年间，餐饮供应与服务领域占餐饮行业投资额的 49.9%，远超其他餐饮领域的投资额。

图 5：多数餐企开展过供应链管理建设



资料来源：中物联冷链委、天风证券研究所

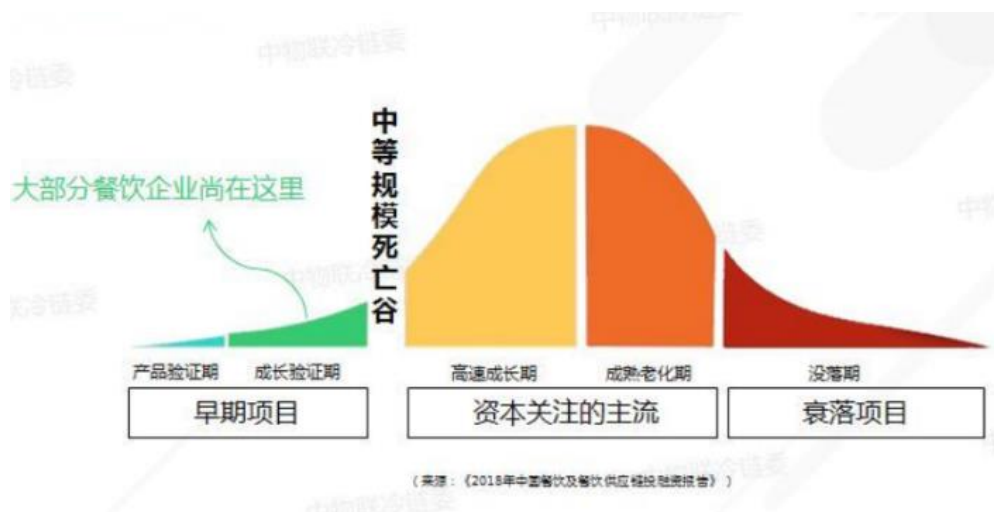
图 6：餐饮供应与服务领域占据餐饮行业投资额的半壁江山



资料来源：中物联冷链委、天风证券研究所

成熟的供应链体系帮助餐企走出中等规模困境。虽然中国餐饮行业整体规模稳步上升，但餐企经营难度越来越大，淘汰率高且经营寿命短。据美团点评《2017 年中国餐饮业供给侧发展报告》显示，2016 年已关餐厅平均寿命为 508 天，关店数为开店数的 90%，餐饮行业竞争愈发激烈。据中国饭店协会《2019 中国餐饮业年度报告》统计，2018 年餐企营业成本、人工成本、房租成本占营业收入比例均有所增加，不断压缩餐企利润。中国餐饮企业容易陷入“中等规模困境”，很多餐企在门店数量达到十几家体量时，会因传统非标准供应链模式导致成本上涨和用户体验下降。高水平供应链提高标准化程度，帮助企业走出困境。走出中等规模困境的方式是提升餐企标准化程度，而供应链水平的提升有助于餐企的发展。供应链是餐饮产业链中的重要一环，贯穿食品生产资源端和餐饮门店需求端。餐饮企业的发展需要依靠供应链的支撑，高效的供应链能够帮助餐企保证食品安全和品质，提高采购和物流效率，在一定程度上控制食材成本，最终提高餐企的标准化程度。具体来说可以降低餐企“三大成本”：①食材成本，规模化采购有助于提质降费；②房租成本，中央厨房深加工有助于减少厨房使用面积；③人工成本，净菜加工有助于降低人耗。中国餐企已逐渐意识到供应链的重要性，连锁企业自建餐饮供应链，第三方供应链服务商飞速发展。

图 7：中国餐饮业面临中等规模困境



资料来源：中物联冷链委、天风证券研究所

2. 他山之石，细品美国供应链体系如何走向成熟？

2.1. 分散格局历经百年，广产品线分销商终成主流

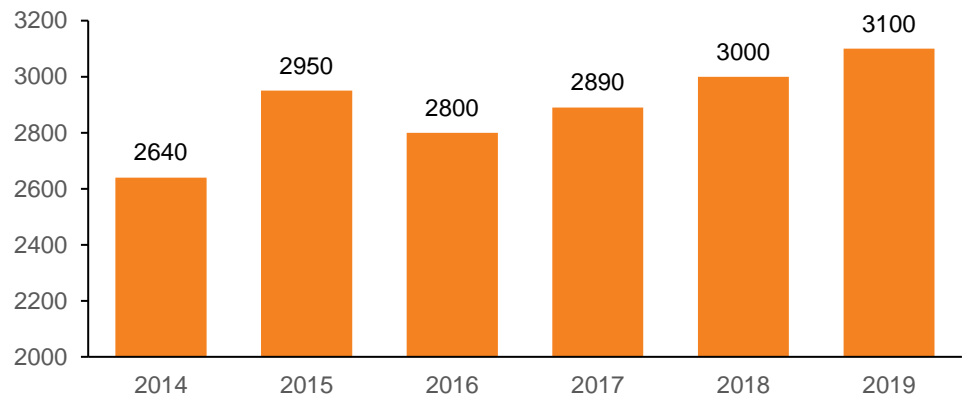
美国餐饮供应商可以被大致分为三类：广产品线分销商、系统分销商、专线分销商。广产品线分销商经营范围大、顾客数量多、品类广；系统分销商主要为连锁餐饮企业供应食材；专线供应商专注于某一特定的产品品类或者餐企群体。目前，餐饮供应商的规模已达 3100 亿美元。

表 1：美国三大类供应商及代表性企业

类型	产品范围	客户类型	代表性企业
广产品线供应商	全品类食材及相关设备	全客户	Sysco、US Foods、PFG Ben E. Keith Foods、The Chefs'
专门化供应商	特定产品	特定客户	Warehouse、DBH Distributing LLC
系统供应商	主要食材	大型连锁餐企	HAVI Group、Cargill、Sysco Sygma

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 8：美国餐饮供应商市场规模达 3100 亿美元（单位：亿美元）



资料来源：Sysco 公司公告，天风证券研究所

美国餐饮食材供应商的发展由分散走向集中，具体发展可以大致划分为三个阶段。

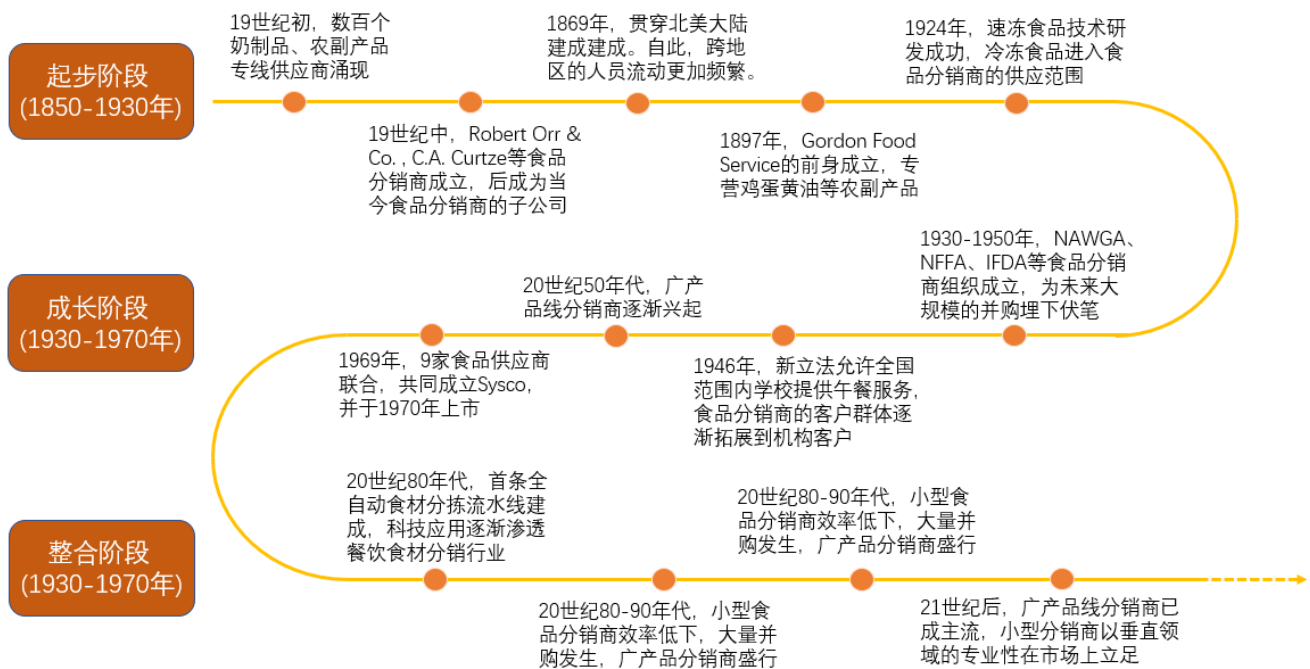
①起步阶段(1850-1930)：地区分销商、垂直品类分销商的兴起。19 世纪后半叶，美国的食材分销商开始逐渐涌现。US Foods 是目前美国的第二大分销商，在集团创始之初，旗下众多品牌均为地区性垂直品类的食材供应商：1853 年，Monarch 公司成立，主要销售面粉、熏肉、白糖等主食；John Sexton & Co. 成立于 1883 年，主要为芝加哥当地的咖啡茶饮店铺提供原料。Mazo-Lerch 公司成立于 1911 年，后专注于冷冻食品和饮料的供应。与此同时，这些地区性的食材分销商主要面向当地杂货店。

②成长阶段(1930-1970)：机构客户推动需求，垂直品类分销商向多品类综合分销商转型。下游餐饮集中度的提升催化了分销商对于机构客户业务的发展。1946 年，美国国会通过了《国家学校午餐法》，学校餐厅成为最早的需要食材供应的机构客户。与此同时，连锁餐饮业的扩张也带动了食材分销商的全国化。到 1965 年为止，餐饮食材供应市场中，机构客户占比达到 15%-20%，近一半的食材分销商同时为杂货店和机构供货。20 世纪 50 年代末，以 Mazo-Lerch 为代表的食材分销商逐渐开始将分销业务推向多品类的发展，为未来广产品线供应商(broadline distributor)的发展埋下伏笔。在之后几年内，更多的分销商采取了多样化的策略，除了传统的食材供应业务之外，分销商同时也开始提供瓷器、酒杯、

餐巾纸、餐布等产品。

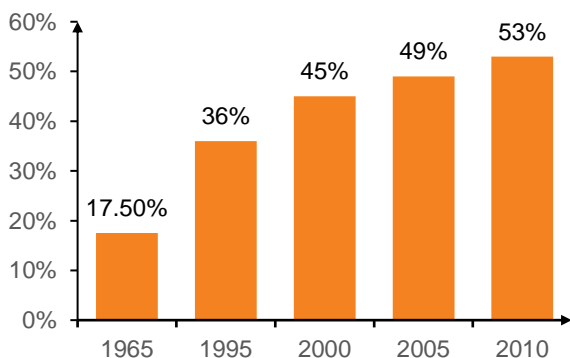
③整合阶段(1970-至今): 业内并购加速, 分销商经营范围全国化, 广产品线分销商盛行。1970年后, 地区性食品分销业务成熟, 行业进入加速并购阶段。1971年 Consolidated Foods 收购 Pearce-Young-Angel 以及其分销网络, 并在 1980 年初成为美国五大全国性分销商之一, 除此之外还有 Kraft Foodservice, John Sexton & Co, SYSCO, 以及 CFS Continental。头部公司在 80 年代加速并购, 市场集中度仍较为分散。1983 年, S.E. Rykoff 收购 Sexton & Co. 之后位列第四, CFS Continental 收购 Publix Fruit and Produce 位居第三, 市占率最高的 SYSCO 收购了 B.A. Railton 和 Pegler。截止 1984 年, 食材分销行业的 CR3 市占率仍只有 7%。80 年代开始的并购潮延续至今, 但在近年来有所放缓。根据 Hale Group 和 Technomic 的数据, 2003 年, 食材分销行业的 CR3 市占率超 30%; 截止 2020 年, CR3 市占率为 33%。2015 年, 行业龙头曾尝试收购 Sysco, 但受到美国反垄断法的影响, 收购失败。与此同时, 广产品线的分销商占比也在逐年增加, 而垂直品类 (Product Specialist) 的分销商占比逐渐下降。1995 年-2010 年间, 广产品线占比从 45% 上升至 58%, 而垂直品类占比从 38% 下降至 20%。

图 9: 美国食品分销商的发展历史



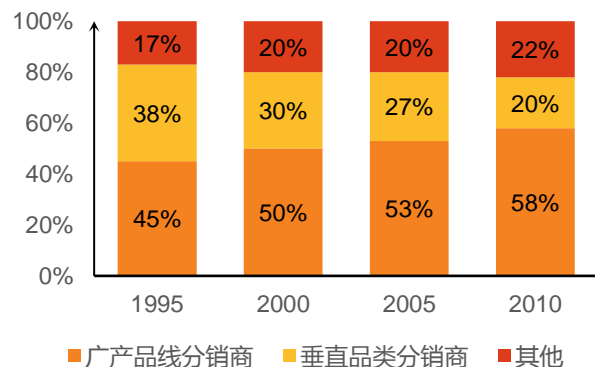
资料来源: IFDA, 天风证券研究所整理

图 10: 连锁店客户占比逐年提升



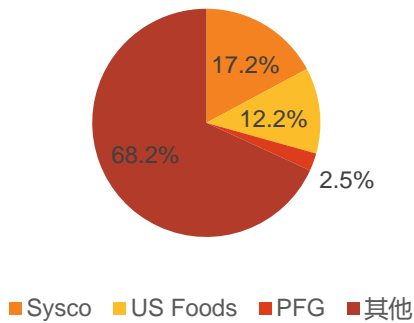
资料来源: Funding Universe, The Hale Group, 天风证券研究所

图 11: 广产品线分销商占比不断提升



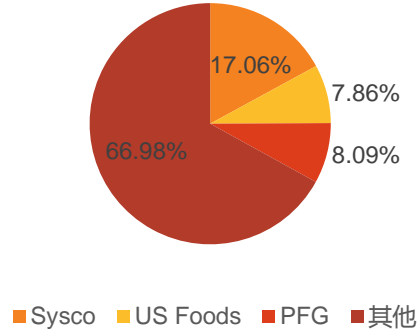
资料来源: Wind, Technomic, 天风证券研究所

图 12：2003 年美国食材分销行业 CR3 市占率



资料来源：Technomic, Wind, 天风证券研究所

图 13：2020 年美国食材分销行业 CR3 市占率



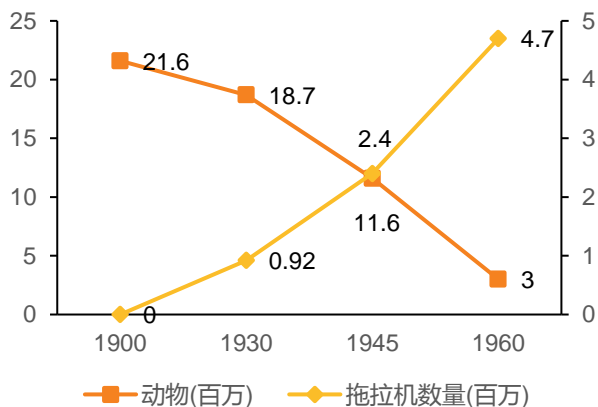
资料来源：Technomic, Wind, 天风证券研究所

2.2. 农业机械化+物流体系化+系统信息化+餐饮集中化,美国餐饮供应链体系成熟

2.2.1. 上游农业机械化程度高, 品类生产集中

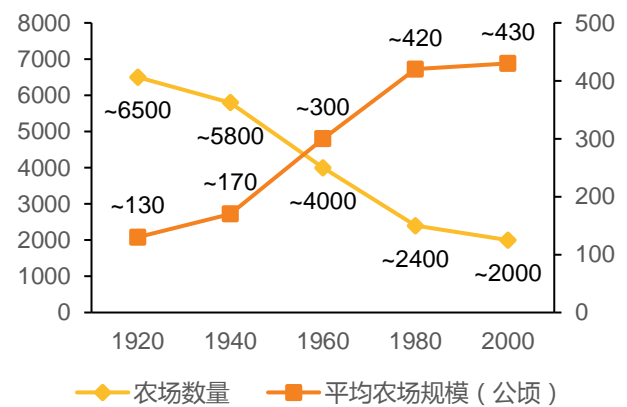
美国农业高度的机械化程度高。根据美国农业部 (USDA) 的数据, 1900-1960 年间, 农场中用于耕地的动物数量下降 86.1%, 拖拉机数量从 0 上升至 470 万辆。自 1900 年以来, 美国农场数量下降 63%, 但农场平均面积上升 67%。

图 14：美国农业机械化开始时间较早



资料来源：USDA, 天风证券研究所

图 15：美国农场数量持续下降, 规模不断上升



资料来源：USDA, 天风证券研究所

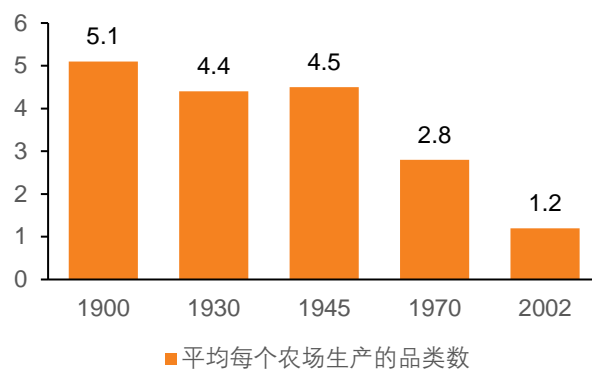
美国农场布局较为合理, 呈地区化专业发展, 有利于形成规模生产, 形成规模经济的优势。从单个农场来看, 农场生产品类较为集中。根据 USDA 的数据, 20 世纪以来美国农场虽然规模不断变大, 但品类逐渐减少。1900 年, 平均每个农场产出 5 种品类; 2002 年, 平均每个农场仅产出 1.2 个品类, 集中度大幅提升。这不仅是由于机械化水平提升带来的规模效应, 相关法律法规对于农业收入带来了基本保障, 减少了农场经营者因为品类经营单一所带来的风险。原料产地的集中有利于供应商取得规模效应, 同时减少采购管理成本。

图 16：美国农业呈现地区专业化分布



资料来源：USDA，天风证券研究所

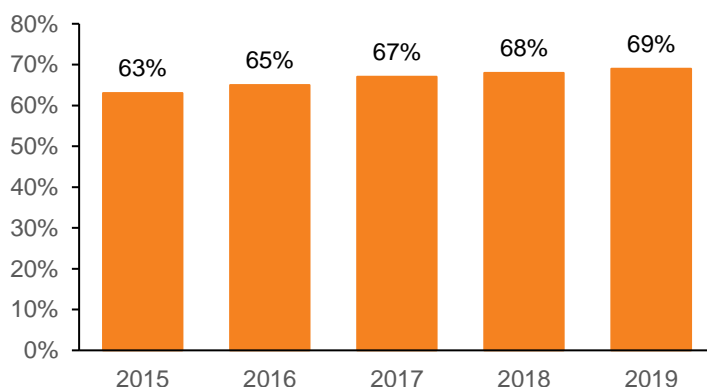
图 17：美国农场生产产品类数量持续下降



资料来源：USDA，天风证券研究所

中国农业机械化水平不断提升，但相较于发达国家仍有差距。根据前瞻产业研究院的数据，2015-2019 年，中国的农业机械化水平从 63% 上升至 69%，但相较于美国、日本、韩国等发达国家 99% 以上的机械率仍有较大差距。

图 18：中国的农业机械化水平不断提升

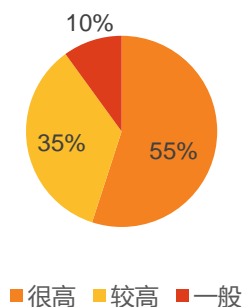


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.2.2. 冷链系统布局范围广，物流体系建设完善

冷链物流在餐饮食材供应中举足轻重的地位，能快速带动餐饮供应链的发展。根据《2018 年餐饮供应链研究报告》，有 55% 的企业对于餐饮供应有很高的需求，35% 的企业有比较高的需求。

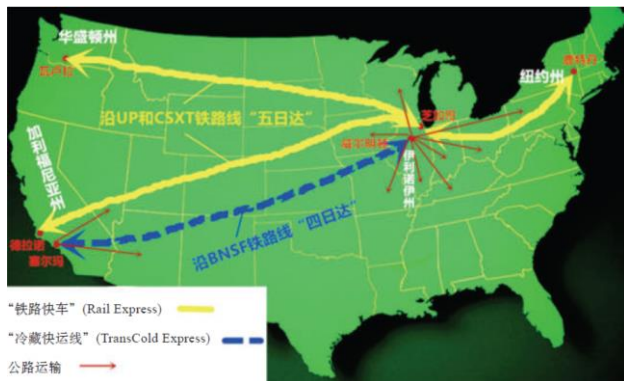
图 19：多数餐饮企业对于冷链物流依赖程度大



资料来源：中物联冷链委，天风证券研究所

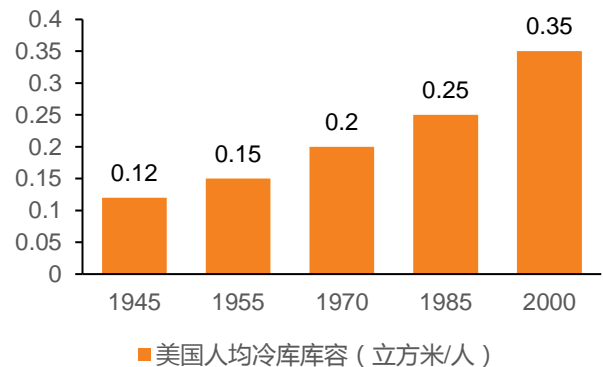
美国冷链物流体系相对完善。在维度、地理位置与中国较为相似的美国，冷链流通率达 95% 以上。美国冷链物流业发展较早，依赖于美国四通八达的公路网络，为冷链物流的发展提供了极大的便利；同时，美国铁路冷链物流运输也非常发达，其“快运走廊”和“冰冷快线”为美国东西海岸间农产品的交流提供了无缝衔接的快运通道。1945-1985 年间，美国人均冷库容量从约 0.12 立方米上升至 0.25 立方米，增长近一倍，同一时期，美国供应商也朝着多品类、全国化方向发展。

图 20：美国冷链运输效率高



资料来源：孙金平《北美铁路冷链运输发展研究》，天风证券研究所

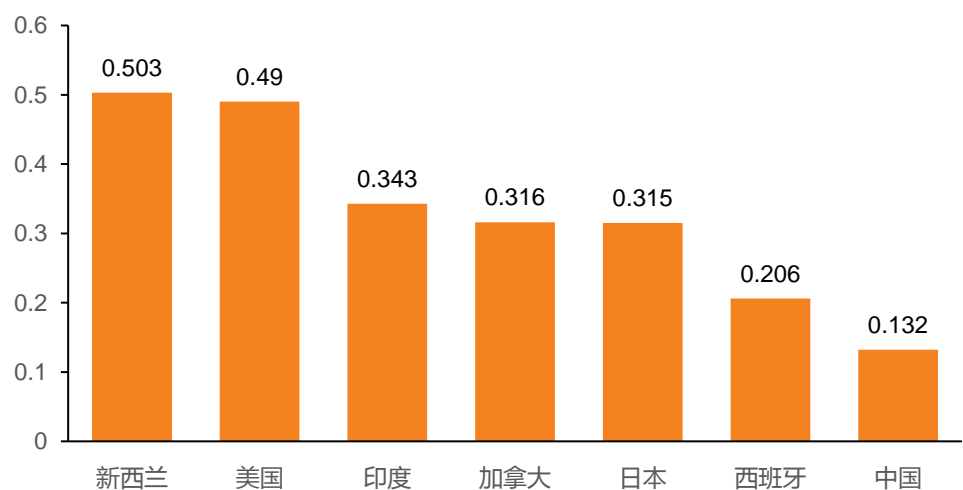
图 21：美国冷链物流自 20 世纪 40 年代开始快速发展



资料来源：王金《美国冷库发展状况研究》，天风证券研究所

中国冷链基础设施近年来快速发展，但仍处于初级阶段，冷链物流技术尚不完善，冷链普及率低，物流损耗大。2013 年到 2019 年期间，中国人均冷库拥有量从 0.04 立方米上升至 0.11 立方米，年复合增长率达 18.4%。相较于发达国家而言，中国的冷链建设仍有较大的空间。据前瞻产业研究院统计，当前我国果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别只有 22%、34%、41%，相较于发达国家 90%以上的占比有较大差距；流通过程中损腐率 12%以上，远超发达国家 5%的损耗率。

图 22：中国人均冷库拥有量低于发达国家（单位：立方米/人）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.2.3. 技术应用起步早成熟度高，支撑龙头公司规模化发展

信息化管理较早地应用于食品分销行业之中。早在 20 世纪 70 年代，US Foods 前身之一 PYA/Monarch 成功将分公司的数据处理系统与总部对接，使得分公司的数据得到集中处理，集团的资源得以统筹规划。在此之后，电脑与信息化管理在企业中应用范围得到极大的拓展，如存货管理、菜单成本计算、盈利能力分析等。在仓储管理方面，20 世纪 80 年代已有第一个全自动分拣与运输系统；进入 90 年代后，技术进一步赋能销售代表以及运输车辆驾驶员，进一步提高运营效率。技术的高速发展进一步压缩小分销商的生存空间。

经过 50 年的技术迭代，美国食品分销商的信息化管理系统已经高度成熟。以 Sysco 为例，除了传统的路线规划、库存管理之外，技术贯穿整个公司的运营流程。作为公司的主要增长驱动力之一，在并购决策的过程中，Sysco 应用大数据，根据公司的服务版图选择收购对象。针对产品定价，电子系统结合市场信息，提供定价指导。在支付方面，公司也有流水化的支付管理系统。此外，公司系统通过 app 链接下游客户，确保订单的便捷和透明，提供实时信息反馈，甚至为下游客户提供餐厅管理系统，增强下游客户的粘性。

图 23：20 世纪 80 年代行业已有自动化分拣运输系统



资料来源：IFDA，天风证券研究所

图 24：Sysco 赋能下游餐厅管理

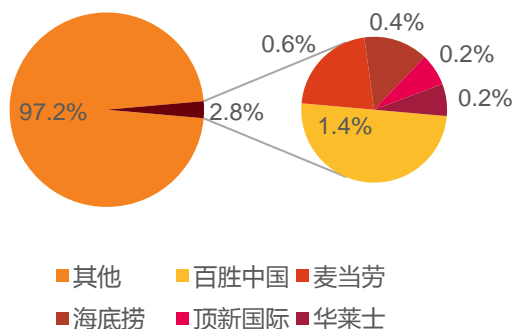


资料来源：Sysco 官网，天风证券研究所

2.2.4. 下游餐饮连锁化程度高，市场相对集中

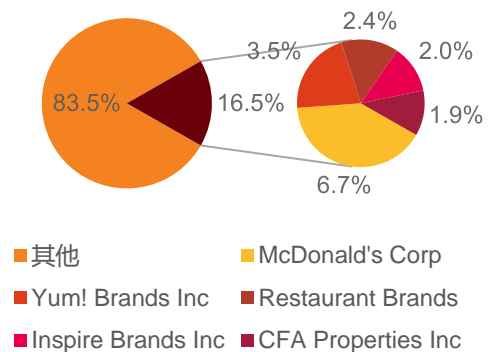
美国餐饮市场连锁化率高，头部餐饮公司市占率相对较高。根据欧睿国际的数据，2019 年，美国餐饮连锁化率达 54%，市占率 1% 以上的公司有 12 家，CR10 达到 22.8%；中国餐饮连锁化率仅 10.4%，市占率 1% 以上的仅百胜中国 1 家，CR5 仅 2.8%。美国、日本餐饮企业头部公司主要为快餐、便利店，标准化程度高，易于规模化扩张。美国餐饮市占率前 10 的公司中有 9 家位于快餐（Limited-service Restaurant）赛道，日本市占率前五的公司均为快餐赛道；而中国菜系丰富，快餐市占率相对较低，市场格局更为分散。因此，美国的餐饮供应商下游供货相对集中，有利于供应链公司的集约发展。

图 25：2019 年中国餐饮市场 CR5 为 2.8%（按收入口径）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 26：2019 年美国餐饮市场 CR5 为 16.5%（按收入口径）



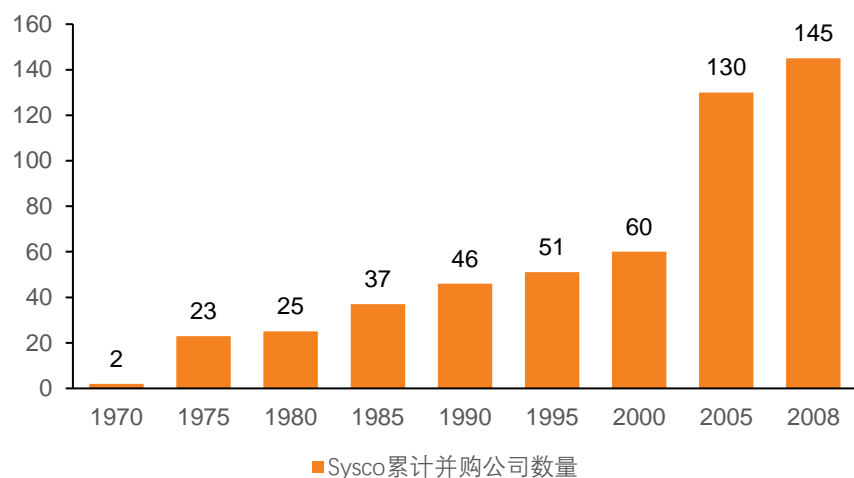
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.2.5. 罗马非一日建成，龙头经历大量兼并收购

客户粘性较低，餐饮供应链企业较难形成护城河。上游食材同质性相对较强，餐饮企业获取食材的渠道丰富，对价格相对敏感，且切换供应商成本较低，因此餐饮客户粘性较低。此外，餐饮供应商不仅面临同行业对手的竞争，下游餐饮企业也会选择通过批发商和零售商的方式自采，并进行食物加工；使得供应商难以拥有较深的护城河。

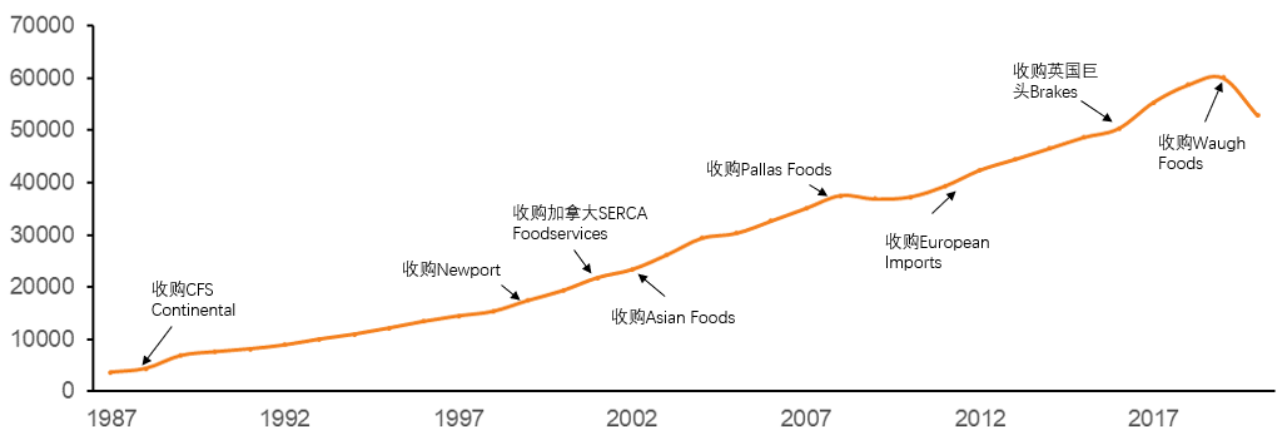
重资产经营模式，并购是餐饮供应商扩张的重要手段。餐饮供应链的建设涉及采购、仓储、中央厨房加工生产、物流等多个环节，每个环节都需要大量资产的投入。供应链企业在切入新区域或者新市场时，自建系统费时费力，通过兼并收购能够快速抢占当地市场。美国龙头 Sysco 在 1987-2019 年期间，营业收入 CAGR 达 9.1%，而同期餐饮供应行业 CAGR 仅 4.3%。1970-2008 年间，Sysco 总共收购了 145 家公司，平均每年完成 3.8 起并购。

图 27：1970-2008 年 Sysco 并购的企业数量



资料来源：Sysco 年报，天风证券研究所

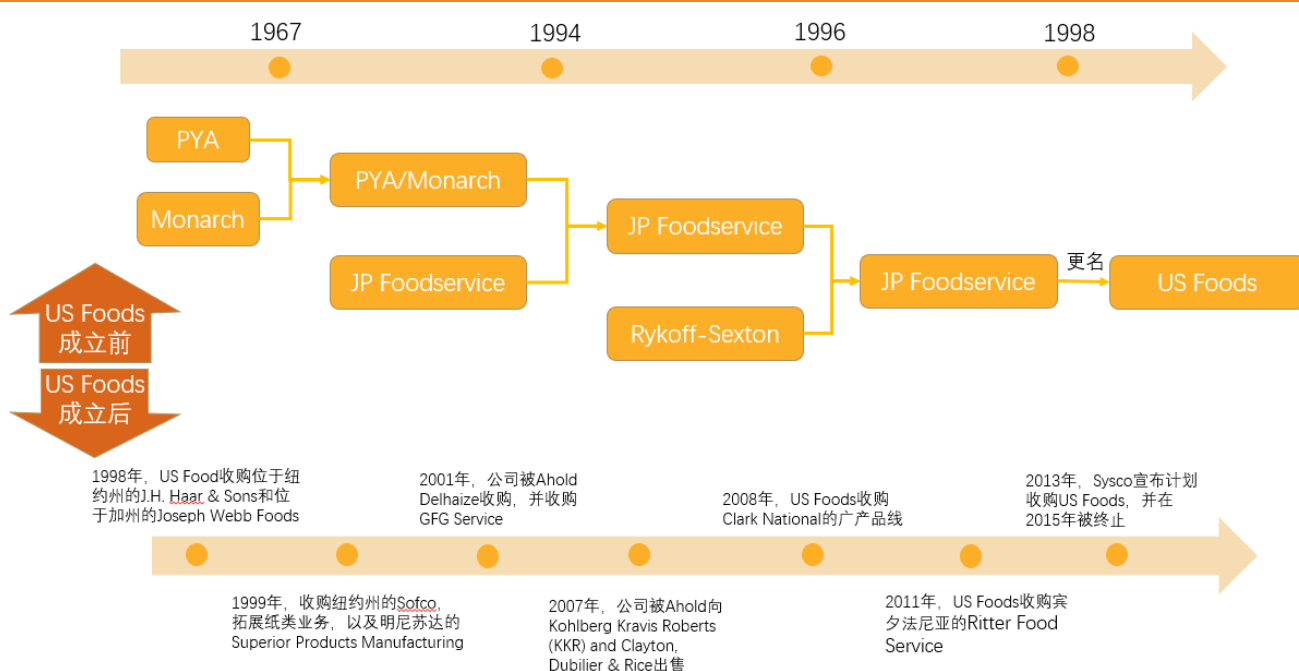
图 28：Sysco 的营收随着大量的并购水涨船高（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，Sysco 官网，天风证券研究所

PFGC 也通过收购，于 2020 年跃居食品分销商市场占有率的第二位。US Foods 于 1998 年形成，此前由 PYA、Monarch、Rykoff-Sexton 经多次并购而成，且在形成之后多次经历同业并购和被收购。

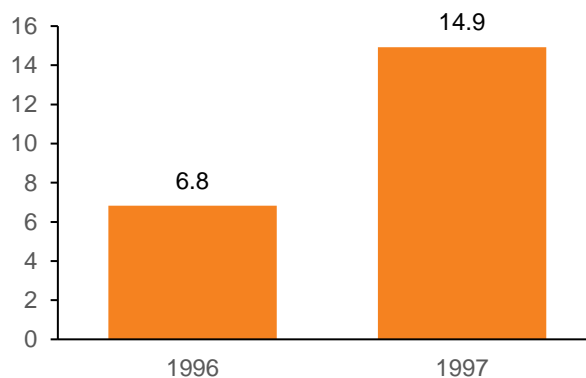
图 29：US Foods 形成前后历经多次并购



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

重资产的模式导致餐饮供应商在并购扩张的过程中会面临较大的财务压力。原美国汉堡王、肯德基的供应商 Ameriserve 由于其在扩张过程中资产负债率过高导致破产。重资产模式很大程度上限制了企业扩张的速度。

图 30：Ameriserve 在大规模扩张前后的杠杆率



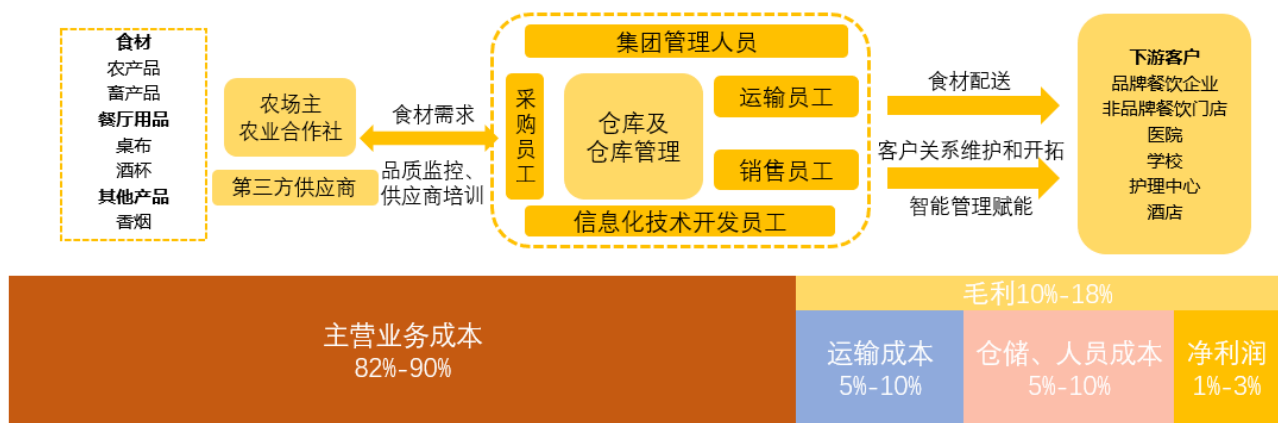
资料来源: Ameriserve 公告, 天风证券研究所

3. 以美为鉴，广产品线分销商存在规模效应吗？

3.1. 广产品线食品分销商产业链拆分：利如薄纸，原产品成本占八成以上

广产品线分销商的经营大致可以分为三个部分：采购、管理、销售。广产品线餐饮分销商不经营或极少参与食品的加工，因而整体附加值低。分销商上下游采购价差仅 10%-20%，毛利相对较低。在人员方面，公司主要分为三类：采购员工、运输员工和销售员工。采购员工主要负责食材的采购与品质保证、供应商的关系维护和培训；运输员工主要驾驶运输车辆将食材送达下游客户，实现餐饮食材的流通；销售员工则主要负责客户的关系，保证公司的服务质量，并开拓新的客户。公司的运输费用占销售额的 5%-10% 左右，人员、仓储费用占 5-10%；除去相关费用后，分销商利润率极低，仅在 1%-3% 之间。分销商的整体盈利模式在于通过快速的资产周转来提升资产回报率，进而赚取的利润，但一切的基础在于成本方面的精细化管控。

图 31：美国食品分销商的经营架构

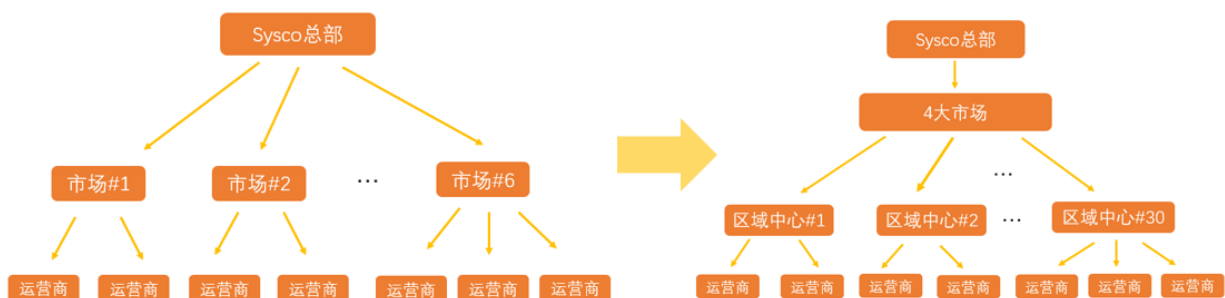


资料来源：The Hale Group，天风证券研究所整理

3.2. 在规模扩大的过程中，食品分销商管理体系向垂直化演变

运营规模的不断扩大迫使 Sysco 的管理体系向垂直化转型。2020 年，Sysco 对美国地区的管理进行了结构调整。在保证运营商的销售、配送团队不变的前提下，合并市场划分，增设区域化管理，从而进一步增强公司运营的灵活性。在此之前，公司将美国市场分为 6 块，由 76 个运营商运营；在转型之后，公司将原先的 6 大市场整合成了 4 大市场，而运营商由 30 个区域中心管理，每个区域中心管理 2-3 个运营商。在结构调整之后，集团的管理重心从运营商变为区域中心。

图 32：Sysco 管理体系的转变

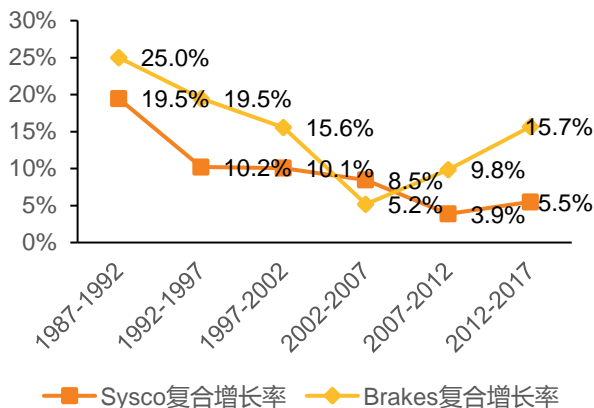


资料来源：Sysco 年报，天风证券研究所

3.3. 各龙头企业毛利率相对稳定，规模效应并不显著

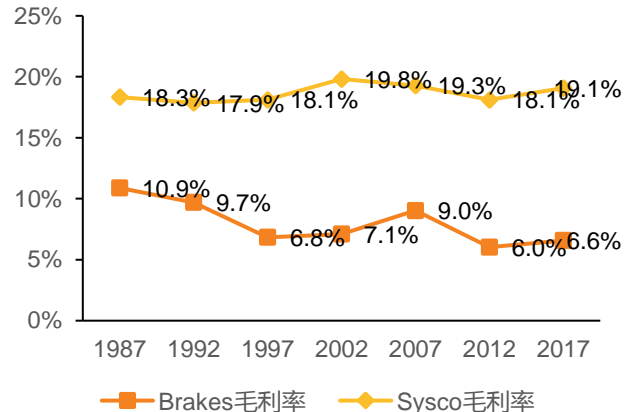
在各龙头企业的扩张之路上，毛利率始终相对稳定，并没有随着规模的增大而显著下降。1987-2017 年间，英国餐饮供应商巨头 Brakes Bro Co. 的年复合增长率达 14.9%，与此同时，毛利率由 10.9% 下降至 6.6%；美国最大餐饮供应商 Sysco 年复合增长率达 9.7%，与此同时，其毛利率在 30 年间始终在 18%-20% 附近波动，无显著上升或下降趋势。US Foods 近年来增速缓慢，2012-2017 年间 CAGR 仅 2.2%，其毛利率始终在 16%-18% 之间波动；PFGC 在 2012-17 年间 CAGR 为 7.9%，毛利率在 12%-13% 之间波动。

图 33：龙头企业持续扩张



资料来源：Bloomberg, Companies House, 天风证券研究所

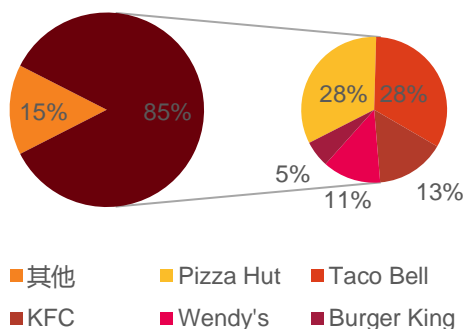
图 34：持续扩张的同时，各公司毛利率较为稳定



资料来源：Bloomberg, Companies House, 天风证券研究所

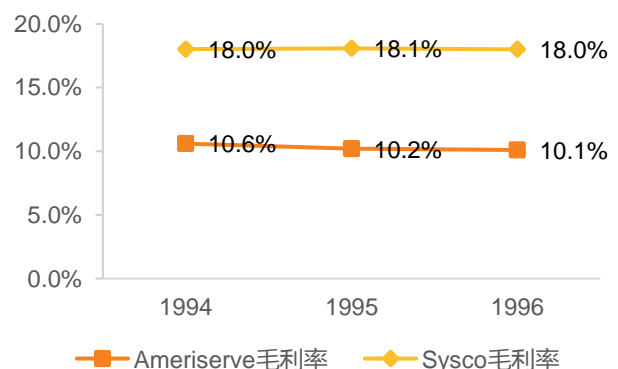
从客户端来看，连锁餐饮企业客户毛利率相对较低，连锁端客户占比的上升无法拉动毛利率提升；而非连锁餐饮门店平均寿命短，对毛利率提升贡献有限。连锁品牌采购规模大，议价能力强，更易挤占上游供应商的利润，形成买方市场。Ameriserve 作为曾经的肯德基、汉堡王的供应商，其收入主要来自于连锁餐饮企业。在 1994-1996 年期间，Ameriserve 的毛利率分别为 10.6%，10.2%，10.1%；而 Sysco 同期毛利率为 18.0%，18.1%，18.0%，远高于 Ameriserve。根据 Hale Group 统计，1995-2010 年，Sysco 的连锁店客户占比从 45% 上升至 61%，US Foods 从 29% 上升至 60%，连锁客户占比不断提升。目前三家美国餐饮上市公司均提出要通过增加非连锁餐饮门店（Street Customer）的数量来提升毛利率。然而，餐饮行业经营成功率相对较低。据 Perry Group 估计，90% 的餐饮企业寿命不超过 1 年，平均餐饮店的寿命只有 5 年；相较而言，非连锁门店抵御风险能力更差，经营失败率更高。较短的餐饮店寿命导致 Sysco 拓客难度较大，整体的毛利率提升幅度有限。

图 35：Ameriserve 的下游客户集中度高



资料来源：Ameriserve 公告，天风证券研究所

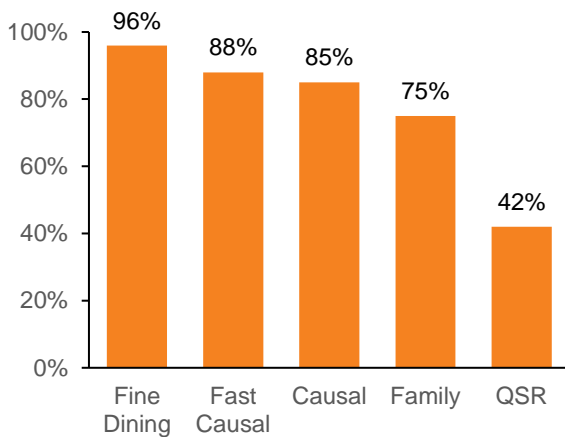
图 36：Ameriserve 的毛利率远低于 Sysco



资料来源：Bloomberg, Ameriserve 公告，天风证券研究所

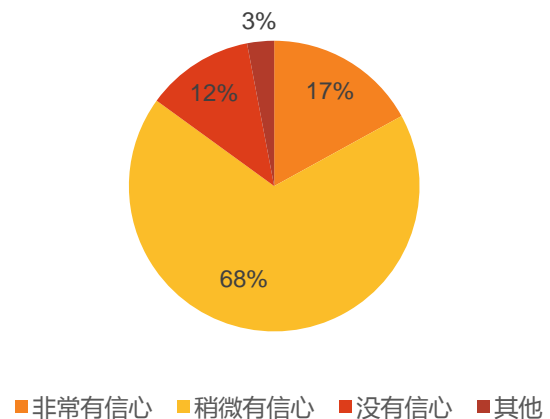
从采购端来看，餐饮供应链公司的采购渠道逐渐向当地供应商切换，而当地供应商比例的增加预计将进一步拖累毛利率的下降。以 Sysco 运营商为例，其采购来源主要分为总部采购和当地采购，运营商可以自由选择采购的渠道，从而实现成本的有效节省。与此同时，不同地区的口味有所差异，导致当地采购的比重逐年上升。根据 Sysco 的投资者关系报告，68%的消费者表示更青睐提供当地食物的餐厅。但据《Sysco 在当地食材供应链中的角色》报告统计，仅 17%的供应商认为当地采购的食材能完全满足采购的需要。一方面，当地食材的供不应求导致采购量很快达到饱和，规模效应有限；另一方面，为满足下游的采购需求，公司仍然需要通过其他地区的农产品来补充当地产品的不足，从而进一步增加采购成本。

图 37：采购当地食材的运营商比例较高



资料来源：Sysco 投资者关系报告，天风证券研究所

图 38：多数供应商表示当地采购食材量不能满足全部需求



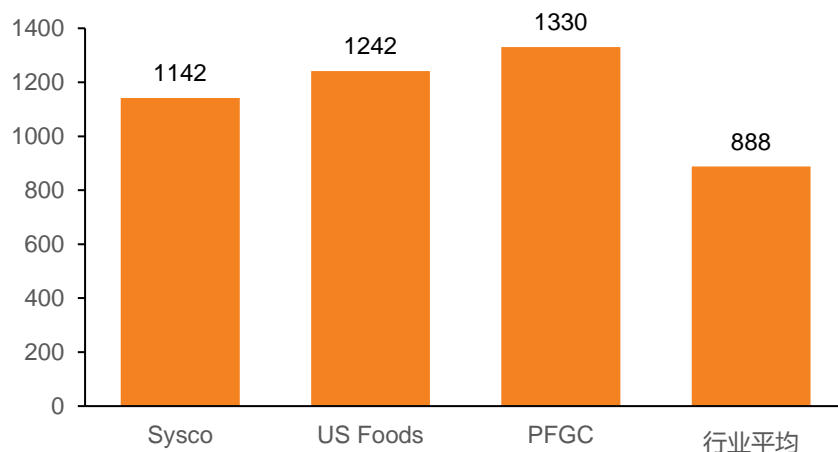
资料来源：《Sysco 在当地食材供应链中的角色》，天风证券研究所

3.4. 龙头供应商优势在于仓库坪效和人效，而收购带来的协同效应较低

3.4.1. 龙头供应商仓储坪效和人效优于行业水平，运输成本的规模效应不显著

龙头餐饮供应商的坪效远高于行业的平均水平，规模提升有利于其降低仓储成本。2019 年，Sysco 的坪效为 1142 美元/平方英尺，US Foods 的坪效为 1242 美元/平方英尺，PFGC 为 1330 美元/平方英尺，超过行业平均坪效 25%-50%。

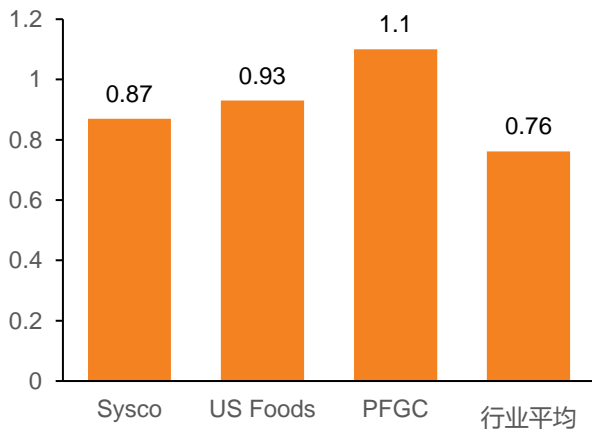
图 39：头部餐饮供应商坪效优势显著（单位：美元/平方英尺）



资料来源：各公司公告，IFDA，天风证券研究所

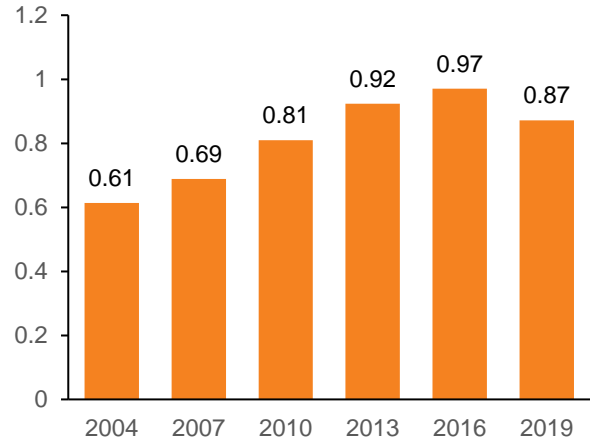
从人员效率来看，头部供应商同样具有优势。2019 年，Sysco 平均每位员工带来收入为 87.1 万美元，US Foods 为 92.6 万美元，PFGC 为 109.7 万美元，远高于行业平均的 76.1 万美元。从 Sysco 来看，随着其规模的扩大，人员效率持续上升。2004-2016 年期间，每位员工带来收入从 61.4 万上升至 97.0 万，CAGR 达 3.9%，而同期平均每年食品 CPI 上升仅 2.4%。

图 40：头部供应商人员效率相对较高（百万美元/人）



资料来源：各公司公告，IFDA，天风证券研究所

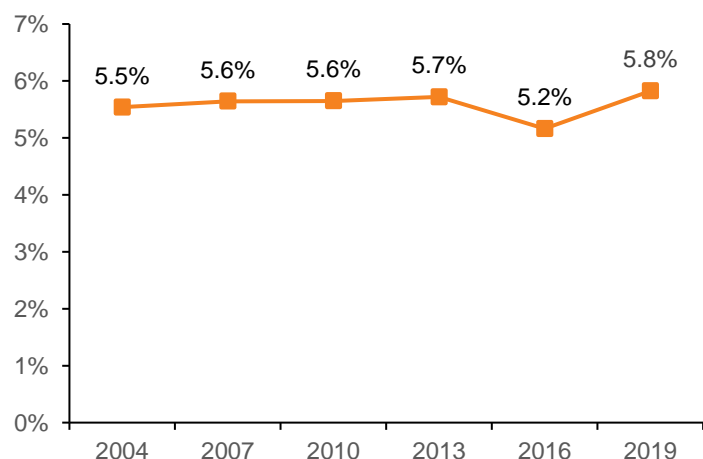
图 41：头部供应商人员效率相对较高（百万美元/人）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

在运输成本方面，头部供应商的规模效应并不显著。2004-2019 年，Sysco 的运输费用率始终在 5.2%-5.8% 之间浮动，为了保证运输的稳定性，Sysco 曾提高过卡车司机的工资，导致规模效应并不显著。此外，US Foods 也因燃料成本的提升和运输人工费用的提升导致 2018 年利润下降 8.3%。

图 42：Sysco 的运输成本规模效应并不显著

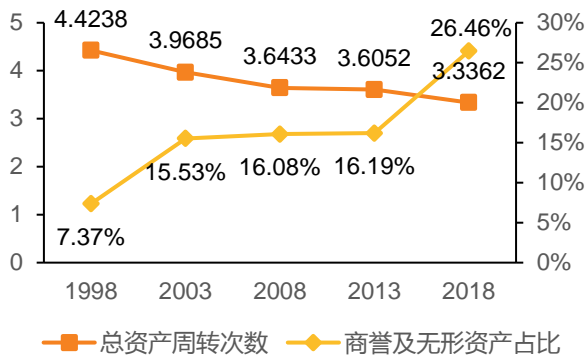


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4.2. 收购后商誉增加拖累 ROA 提升，协同效应并不明显

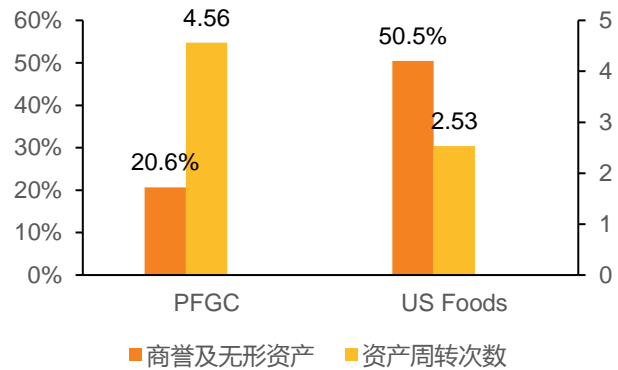
龙头企业的资产周转效率较低。2019 年，行业平均税前 ROA 为 6.3%，税前净利润率为 1.9%，在税率 30% 的假设下，行业平均税后资产周转率为 4.73 次。Sysco 的总资产周转率为 3.34 次，PFGC 为 4.56 次，而 US Foods 仅 2.53 次，远低于行业平均水准。

图 43: Sysco 的资产周转次数和商誉及无形资产占比呈负相关



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

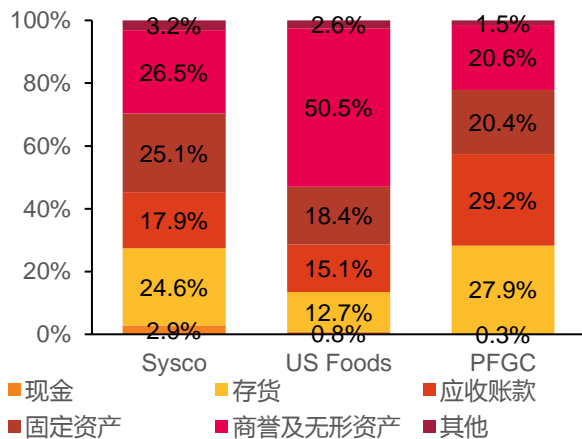
图 44: 2019 年 US Foods 与 PFGC 的商誉占比和 ROA 比较



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

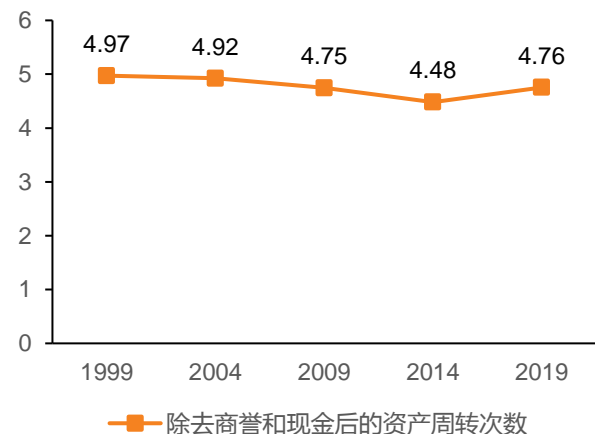
ROA 下降的主要原因在于收购带来的商誉影响。Sysco 的净利润率始终在 2%-3% 附近波动, 但总资产周转次数逐年下滑。从资产构成来看, 头部餐饮供应商的占比最大的项为商誉、存货、应收账款和固定资产。除了商誉之外, Sysco, US Foods, PFGC 的存货、应收账款、固定资产比例均较为相似。从单个公司来看, Sysco 的商誉和无形资产占比逐年提升, 而相应的总资产周转率明显下滑。1998 年, Sysco 商誉及无形资产占总资产比重仅 7.4%, 2018 年, 商誉及无形资产占比上升至 26.5%; 而与此同时 ROA 从 4.42 下滑至 3.34。从行业整体的角度来看, 2019 年, US Foods 商誉占比达总资产 50% 以上, 其 ROA 仅 2.63%, 远低于行业平均水平; PFGC 在 2019 年商誉占比仅 20.6%, 存货周转率达到 4.56。除去商誉和现金之后, 公司的总资产周转次数 ROA 处于相对稳定的水平。在考虑商誉和现金的情况下, Sysco 的资产周转次数在 1999-2019 年间从 4.97 次下降至 4.76 次, 下降幅度达 4%。

图 45: 供应商资产主要集中于商誉、存货、应收账款和固定资产



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

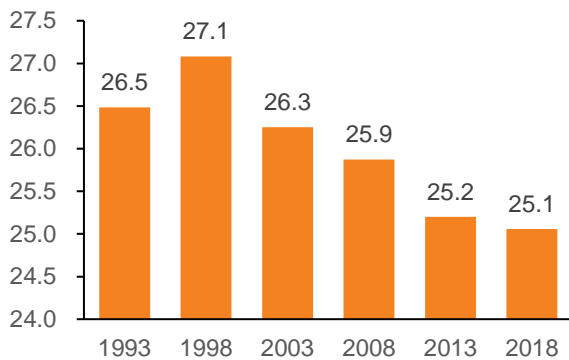
图 46: 除去商誉和现金后, Sysco 资产周转率并没有明显下滑



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

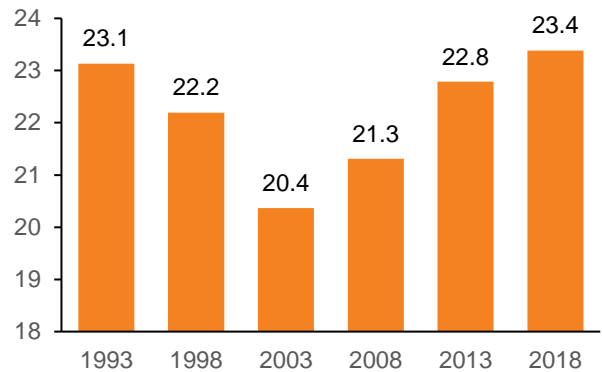
随着规模的扩大, 应收账款的周转天数略有下降, 对存货周转效率的提升有限。1993-2018 年期间, Sysco 的应收账款周转天数从 27 天下降至 25 天, 呈逐年下降的趋势。1993-2018 年, 每隔 5 年 Sysco 存货周转天数分别为 23.13 天, 22.19 天, 20.37 天, 21.31 天, 22.79 天, 23.38 天, 呈先下降后上升的趋势。2002-2008 年期间, 公司开展了全国供应链的项目, 通过增加 RDC(Redistribution Center)的方式加快存货周转的效率。而后, 随着规模的进一步扩大, 存货周转的效率再次下滑。

图 47：1993-2018 年 Sysco 应收账款周转天数呈下降趋势



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

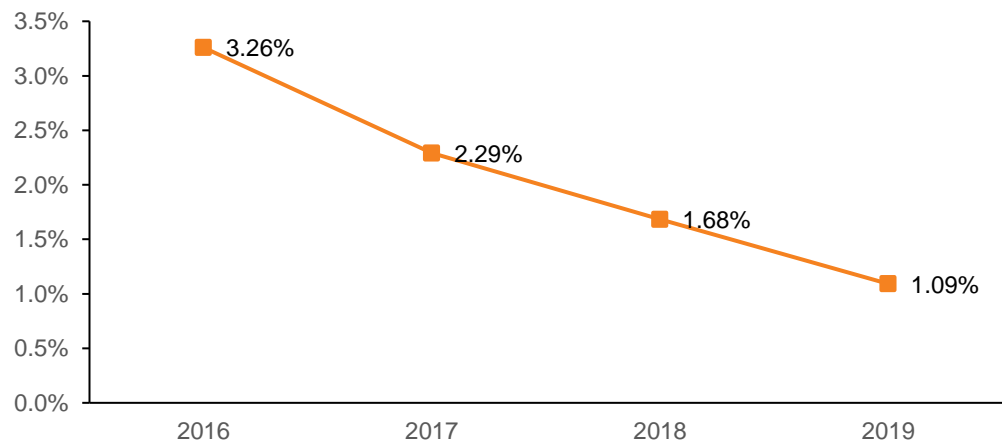
图 48：1993-2018 年 Sysco 存货周转天数先降后升



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

在供应商扩张的过程中，地区跨度过大导致协同效应不明显。2015 年 Sysco 收购 US Foods 失败后，公司转而收购英国食品分销商巨头 Brakes。然而，海外食品分销的经营利润率不增反降，自 2016 年的 3.26% 下降至 2019 年的 1.09%。从人员方面，Sysco 员工在收购之后数量增加超 1 万人，即原有员工数量的 20%，而营收仅增加 10% 不到，进一步拉低了运作效率；从业务运营方面，Brakes 主要在欧洲地区，Sysco 则在北美地区，两者的采购、仓储、运输、管理因地理空间的原因极难产生协同效应。

图 49：自 2016 年收购后，海外食品分销经营利润率逐年下滑



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

综合来看，无论从成本端还是费用端，规模的扩大并没有显著节省开支，而因外延收购形成的商誉反而拖累了企业的运营效率。虽然从人员效率来看，大型企业平均每位员工能带来更高的收入，但与此同时相应的费用也逐渐提升。对于前期大量收购的 US FOODS 而言，商誉高企导致公司近年来增速缓慢，远低于 PFGE 和 Sysco；而逐渐商誉占比逐渐上升的 Sysco 同样面临周转效率下降的问题。

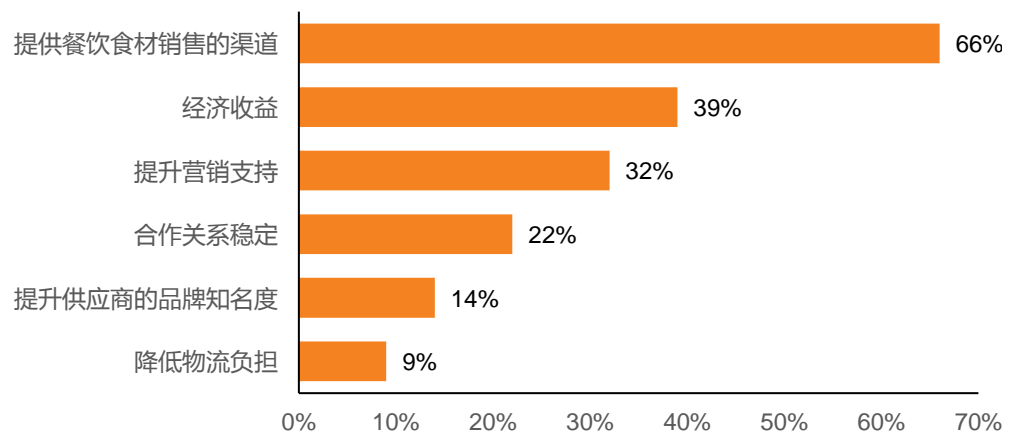
3.5. 广产品线供应商价值更多在于对餐企的便捷性和对制造商的高效性

对于下游的餐饮企业而言，广产品线供应商为其提供全方位的服务和支持，带来极大的便利和质量保证。Sysco 的愿景是“成为顾客最有价值、最受信任的合作伙伴”。对于多地区的连锁餐饮企业，Sysco 采用中央管理的方式，尽可能为其提供标准化的食材，减小不同地区之间的差异；对于当地的餐饮企业，Sysco 通过当地的运营商，尽可能满足顾客需求，

保证品类的广度。63%的运营商认为，相较于顾客通过其他渠道采购，Sysco 的“一站式”采购减少了下游顾客的采购频率。与此同时，流水化的订单为其带来便利。36%的运营商认为下游餐企通过 Sysco 采购能保证食品的质量。在科技应用方面，Sysco 开发的 App 不仅能让餐饮企业轻松下单，同时提供价格管理、数据追踪；同时优化配送路线，保证货品及时送达，从而在整个采购过程中，全方位提升下游餐企的体验。

对于上游的供应商而言，广产品线供应商是其销售产品的高效渠道。根据亚利桑那大学的 D. Kennedy 发表的论文《Sysco 在当地食材供应链中的角色》中提到，66%的运营商认为 Sysco 为当地的规模化的生产提供了更加广阔的平台，使得其产品销往更远的市场。与此同时，39%的运营商认为 Sysco 使得供应商获得了更大的经济利润。供应商通过 Sysco 可以出手更多的量，使得供应商形成一定的规模经济。此外，与 Sysco 的合作保证供应商收到较为稳定的现金流，是长期稳定可靠的合作对象。在运输和配送方面，一站式的送达使得上游的供应商大幅减少了运输成本。

图 50：Sysco 对于上游供应商的意义



资料来源：David Scott Kennedy, 《Sysco 在当地食材供应链中的角色》，天风证券研究所

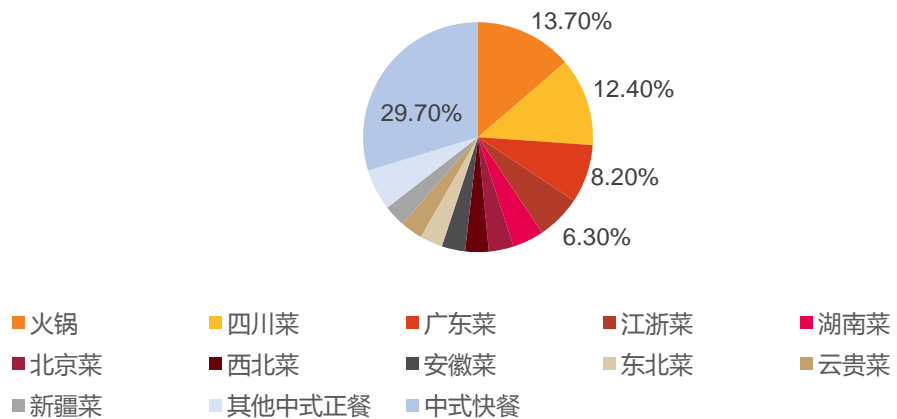
4. 中国餐饮供应商的机会在何处？

4.1. 中国餐饮产业链仍处于发展早期，餐饮供应商道阻且长行则将至

4.1.1. 下游：餐饮业集中度有望缓慢提升，小 B 餐饮企业仍为主导

中国餐饮业竞争格局相对分散。中国餐饮市场规模较大，菜系丰富，口味多样，市场集中度上升缓慢，预计未来竞争格局仍相对分散。除了传统的川、鲁、闽、粤、苏、浙、湘、徽八大菜系之外，西方文化的融入使得快餐、西餐也加入到餐饮行业的竞争中，加剧了餐饮行业的复杂程度。市场占有率最高的主要由快餐和火锅等标准化程度相对较高的餐饮企业构成。

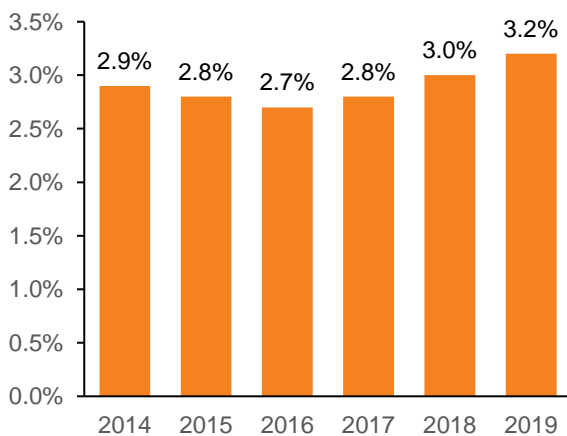
图 51：2017 年中国餐饮业各大菜系占比



资料来源：海底捞招股说明书，天风证券研究所

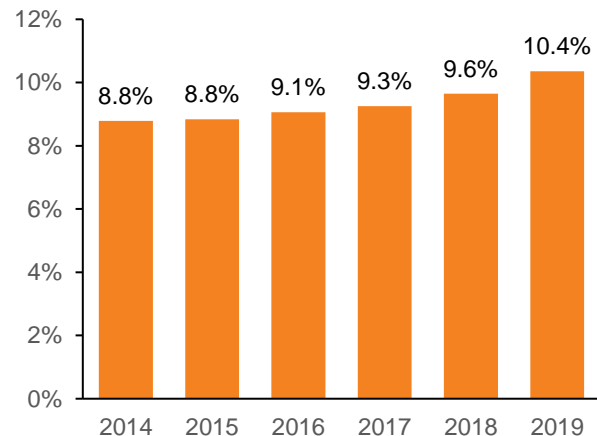
连锁化率和集中度有所提升，但速度相对缓慢。餐饮行业对于品牌建设的重视度逐渐提升，餐饮的连锁化率由 2014 年的 8.8% 上升至 2019 年的 10.4%，餐饮业 CR10 近由 2014 年的 2.9% 上升至 2019 年的 3.2%。

图 52：中国餐饮企业集中度率较低



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 53：中国餐饮企业连锁化率缓慢提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

西餐、快餐、火锅等易于复制、规模化的产品有较高的市场占有率。在中国排名前 10 的餐饮集团中，除了全聚德为中式快餐之外，其他都是位于西餐、快餐、火锅赛道。

表 2：中国前十大餐饮公司及其所属赛道

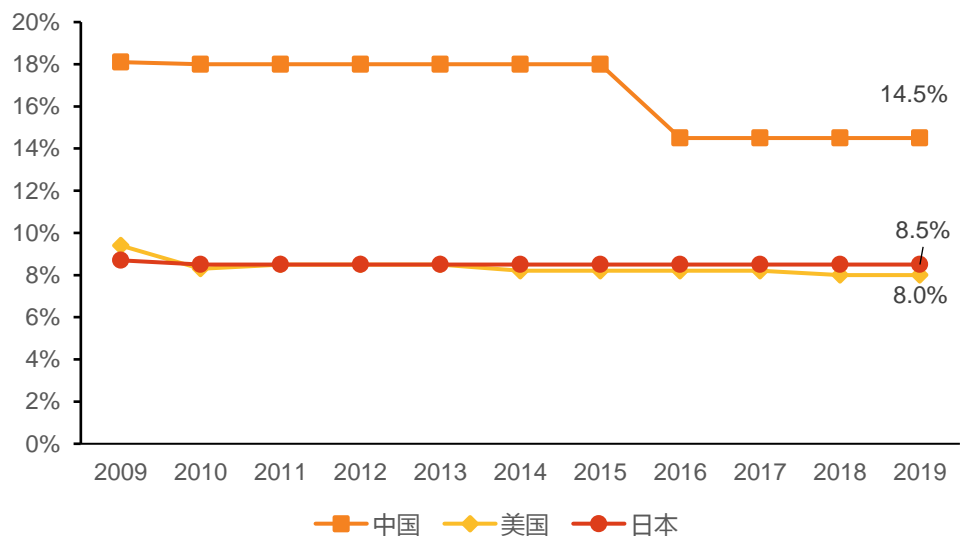
排名	集团名	分类
1	百胜中国（必胜客、肯德基）	西式快餐/正餐
2	麦当劳	西式快餐
3	海底捞	火锅正餐
4	顶新国际（全家、德克士）	各式快餐
5	华莱士	西式快餐
6	餐饮品牌国际（汉堡王、加拿大咖啡）	西式快餐
7	呷哺呷哺	火锅快餐
8	乡村基	中式快餐
9	全聚德	中式正餐
10	味千拉面	日式快餐

资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

4.1.2. 中游：物流水平较发达国家仍有差距

中国物流行业成本较高，而餐饮供应链的发展依赖于物流环节的进步。中国物流成本占 GDP 比重达 14.5%，是美国和日本的近两倍左右。过高的物流成本是限制餐饮供应链行业盈利和扩张的一大掣肘。

图 54：中国物流成本远高于日美等发达国家



资料来源：Wind，天风证券研究所

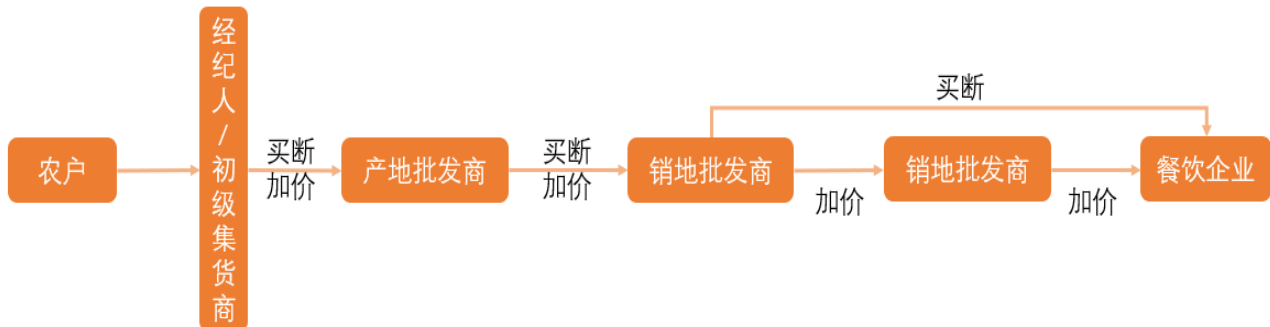
相较于美国，中国物流在计划环节偏弱。美国物流企业在需求预测能力，供需协同能力以及库存管理能力方面相较于中国都有明显的优势，从而通过精准的预测供需来实现营运效率的最大化。

中国的冷链仍处于技术落后、规范程度低的初步发展阶段。就发达国家而言，物流公司大量资金投入于制冷设备上，通过跟踪温度和位置，得到物流产品的实时信息，降低物流损耗。中国冷链整体而言技术相对落后，信息化程度低。除此之外，在中国，除了物流管理部门机构之外，冷链物流涉及的相关技术分散在各个部门和行业中，管理较为混乱。分布在不同行业部门的行业标准已达近 200 项。

4.1.3. 上游：小生产大流通，供应商需要挑战批发市场的地位

中国农产品流通渠道效率低下、成本较高，批发市场占据流通主导地位。中国目前农产品的流通仍处于发展的初期，多数农产品通过批发市场流通；而美国、德国、日本农超渠道占比达 90%、87%、70%。相较于美国等发达国家农产品以产地直销的方式流通，中国的农产品销售以批发渠道为主，且流通环节多，各环节加价较为严重。根据商务部数据，各流通环节至少加价 5%-10%，平均加价率达 20% 以上。一般而言，农产品流通需要经历四个环节：产地收购、中间运输、销地市场批发、终端零售。由此测算，流通环节加价率在 100% 左右。

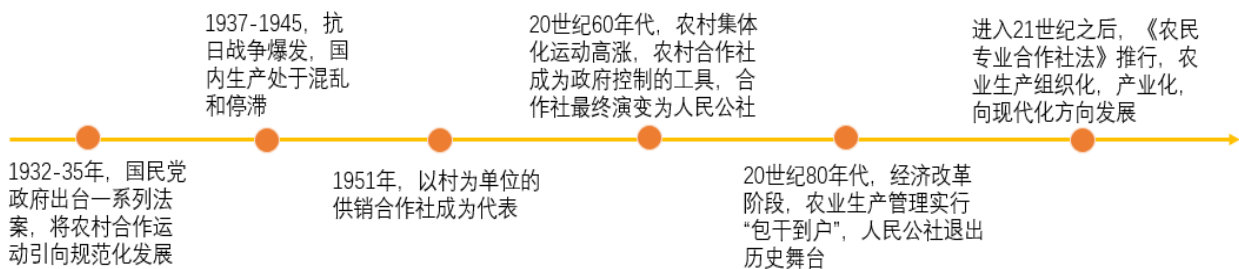
图 55：中国农产品的流通模式



资料来源：赵艳丽《基于成本因素的农产品批发市场效益提升路径分析》，天风证券研究所

批发市场的主导地位的稳固的主要原因在于上下游市场组织程度低，从而有一定的议价优势。①上游而言，除了中国农业区域规划相对分散之外，农场的组织程度相对较低。中国农业合作社地位相对较低，由于前期发展不利，导致进展始终缓慢。2010 年，中国农民加入农村合作社的比例仅 5%，而在西方农业发达国家为 60%。相较于美国地区，中国农业合作社成员少，经营范围狭窄，商品附加值低。而美国地区农场主主导销售，合作社组织程度相对较高，实行跨区域联合销售，除经营之外也涉及附加值较高的食材加工，议价能力更强。②下游而言，中国缺少大型商超，导致销售渠道仍以批发市场、当地菜市场为主。美国有沃尔玛 (Walmart)，塔吉特 (Target)，克罗格 (Kroger)，Publix，Sprouts Farmers Market 和全食 (Whole Foods) 等大型超市，为消费者提供购买蔬菜的渠道，大型商超的普及压缩了批发市场空间。日本下游和中国相似程度较高，没有较大规模的超市，这也导致当地的批发市场占比相对较高。

图 56：中国农村合作社曲折的发展之路



资料来源：吴欣桦《我国农业合作社发展的历史、现状及趋势研究》，天风证券研究所

批发市场的强势给餐饮供应商带来了更大的挑战，但流通渠道的变革亦为供应商创造了一定的发展空间。第一，批发市场品类多样，同样具有一站式购买的便利性，从而导致广产

品分销商的可替代性高；另一方面，批发市场发展历史相对较长，上游资源积累丰富，更易形成规模，因而在价格层面产生激烈的竞争，进而压缩利润空间。第三，如采取直接的上游采购，同样会导致采购量迅速达到饱和，从而没有明显的规模效应。但 2000 年以来，由于农改超、农超对接等改革，我国农产品批发市场占比从 80% 下降至 70% 左右，呈逐年下降的趋势。我国整体农产品主要特点是“小生产，大流通”，餐饮供应商的出现，为农产品流向餐企提供了良好的平台，且中国餐饮原料 SKU 较多、品类丰富、易于形成规模效应，为下游餐企带来采购方面的节省成本，提供便利。

4.2. 在上下游格局分散的中国餐饮市场，哪些供应商最有机会杀出重围？

4.2.1. 蜀海：海底捞餐企延伸，标准化采购+中央厨房，面向大型餐企

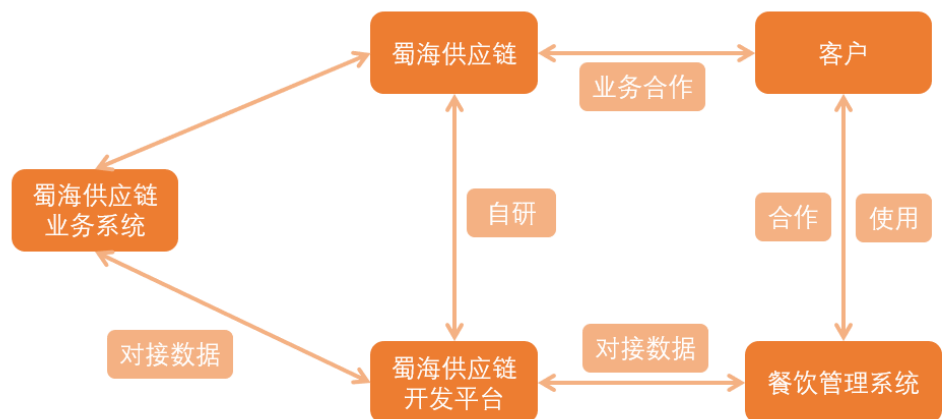
蜀海供应链以重资产的模式运营，集供应链的全套服务为一体，主要面向大型连锁餐饮企业，解决供应链难以标准化的痛点。蜀海主要面向具有一定规模的餐饮。蜀海凭借控股公司海底捞在餐饮企业的良好声誉打造品牌，从而吸引更多大型连锁餐饮企业合作。蜀海只为 3 家以上的连锁餐企服务；小规模餐饮企业通常有订单相对较少，对于供应链重视程度相对较低的特点，不利于公司节省物流成本。

优质的品控是蜀海的核心。在采购方面，蜀海有严格的供应商评审制度保证食材品质，并以经销的模式向下游客户销售。截至 2017 年 8 月，公司有 80 余人的品控团队，对于每个供应商、物流中心的产品质量进行严格的把控。

中央厨房模式深度加工食材，减轻下游门店负担，丰富客户菜单选择。蜀海采取中央厨房的模式，自研菜单，并根据客户响应的需求，对食材进行初加工或深加工，形成半成品，并获取食材加工方面的附加值。截至 2018 年 3 月，蜀海拥有 7 个食品加工基地，3 个底料加工基地，使得食材得到标准化集中加工生产。

在物流方面，公司采取“自建仓库+第三方物流”模式，在全国各地设有七大配送中心和两大加工厂，近千家门店，并与多家物流达成战略合作。第三方配送的过程中，公司拥有 GPS 定位系统和温度监控系统，保证货物及时、安全地送达。

图 57：蜀海业务闭环



资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

4.2.2. 美菜网：“F2B”模式减少供应链流通环节，避免批发商经销商层层加价

美菜网依托互联网，通过农场直采的模式缩短农产品流通链，重塑食材供应体系。如前文提到，农产品在跨区域运输的过程中，由于中间经销商环节多，加价率达到 100% 以上，具有较大的利润空间。相较于农产品批发市场，以互联网为载体的美菜网不仅仅是一个产品流通的中间商。在信息整合、产品价格等方面具有标准化、一体化的优势，能更好地赋

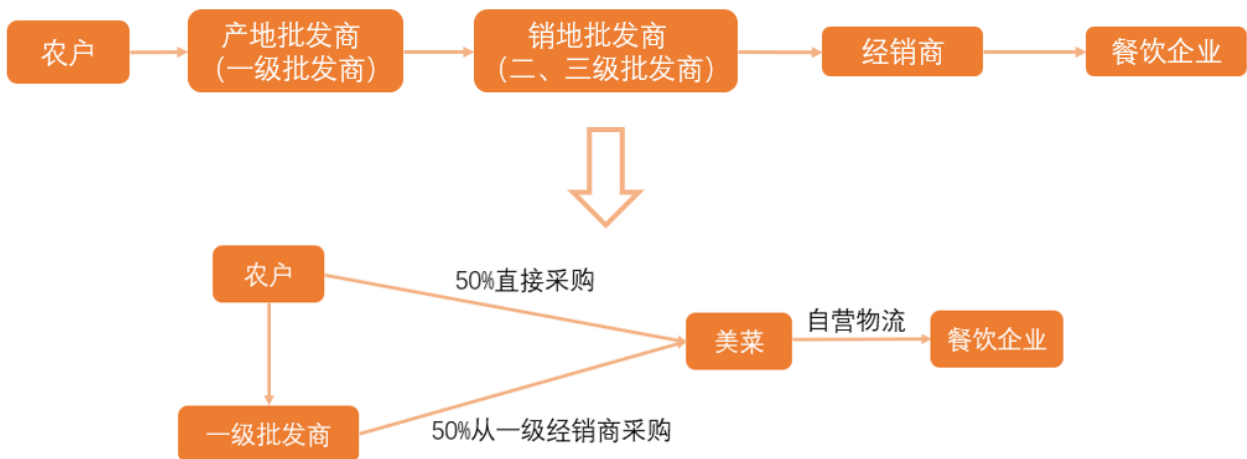
能上下游。

在源头端，美菜网通过农场直采和一级批发商，最大限度地降低采购成本。美菜 50% 的原料是从农户直接采购，另有近 50% 从一级经销商采购，并通过自营物流送至餐饮企业。与此同时，在上游采购环节，美菜网利用大数据，指导农民按照市场需求进行农产品种植，从而实现了农产品供需信息的匹配，增强了上游供应方的粘性。

在流通环节，美菜网通过自建物流，并实现信息化管理。美菜在流通环节承接一级到三级的批发市场的角色，截至 2019 年 7 月，美菜覆盖全国 200 多个城市，累计服务商户超 200 万家，有 44 个仓储中心，总面积达 57 万平方米。公司自主研发 TMS 物流系统，对于货车每天的运输量以及运输线路进行规划，并通过车辆 GPS 定位系统等物流管理平台，减少运输过程中的路线重复。

在终端客户环节，美菜网主要通过下游中小型餐饮企业提供食材。相较于大型连锁餐饮，中小型餐饮议价能力相对更弱，从而为美菜网获得更高的毛利空间。与此同时，由于 F2B 缩短供应链，下游商户通过美菜网采购能节省 15% 的成本。与此同时，下游客户议价能力偏弱，主要实现现金收付制，进一步保障美菜的现金流。

图 58：美菜网对于餐饮供应链的重塑



资料来源：虎嗅网、天风证券研究所整理

4.2.3. 信良记：龙虾水产垂直领域切入，速冻技术形成壁垒

信良记采用垂直领域规模化生产的模式，缩短供应链，供应标准化食品。

自建供应链集中养殖，避免产地分散，从源头缩短供应链。信良记自建供应链集中养殖水产品，主要养殖基地仅山东、湖北、越南三处共计 20 万亩的养殖基地。利用品类相对较少的优势，集中规模化生产，避免了上游格局过于分散的情况，无需通过养殖户、经销商和批发市场采购导致的成本增加。

中央厨房实现标准化生产，助力下游门店节省人力空间。信良记利用现代化工厂，用以加工处理食材、制作料包等调味品，从而实现产品口味的一致。央厨生产的产品到店后只需复热即可食用，节省了餐厅清洗、加工和制作的环节，使店铺使用效率更高。

“冷链配送体系+第三方物流”保障配送效率和辐射范围。针对水产品需要在 -18℃ 的储藏条件，公司在 9 地设有冷链大仓，并预计于近期完成第二冷链物流群，将配送体系深入二三线城市。

To B To C 齐发力，触及终端用户，提升品牌力。在 2B 端，公司已覆盖大小 200 万家商户。除此之外，公司利用电商直播等方式，打通 to C 渠道，多元化公司的收入来源，打

造优质小龙虾品牌，提升利润空间。在产品端，公司打造小龙虾、招牌酸菜鱼、土贡梅煎、黄金芒果饮等多款爆品，并通过“亚洲美食联合研究中心”保证食品的营养价值的同时，研发更多美味菜肴。

秒冻锁鲜技术精准解决行业痛点。龙虾养殖的周期性一直是行业的一大痛点。信良记通过“秒冻锁鲜”技术，使加工后的水产品不仅品质与鲜活产品无异，而且入味更充足，口感更佳，并将易腐的水产品保质期延长至 18 个月，极大程度上避免了供应的周期性波动。

图 59：信良记的爆款产品



资料来源：信良记官网，天风证券研究所

图 60：公司冷链大仓的分布



资料来源：信良记官网，天风证券研究所

5. 投资建议

- ①广产品线分销商：广产品线分销商通过上游靠近农产品源头的采购，减少流通环节，从而具有一定的利润空间。通过对于多品类的采购，满足下游餐饮企业一站式采购的需求，节省企业的营运成本。建议关注成本把控能力强，品牌影响力大的餐饮供应链公司。
- ②垂直品类分销商：垂直品类分销商通过深耕少数行业空间较大的品类，在成本端提升规模效应；同时通过打造一定的技术壁垒，赋能下游餐企。对于垂直品类分销商，建议关注产品的市场空间和技术壁垒，看好下游渠道拓展能力较强的公司。
- ③品牌餐饮的供应链延伸：少数大型中高端餐饮公司自建的供应链体系较为完善，覆盖范围较广，在餐饮行业经营多年，具有良好的产品质量把控能力以及成本物流管理能力。通过与其他下游客户进行合作，将现有规模进一步扩大，与原业务形成协同效应。建议关注具有大型优质客户，业内影响力较强的餐饮供应链公司。

6. 风险提示

食品安全风险：食品安全对于餐饮企业至关重要。食品质量或者安全问题，会击溃整个企业的品牌形象，让消费者满意度下降，较难挽回企业的信誉和形象。此外，卫生监管部门对于餐饮企业食品安全问题把控很严格，出现问题的企业将受到监管机构的调查和处理，甚至将强制进行停业整顿。因此，食品安全问题会直接影响餐饮企业的核心竞争力，对于公司的未来发展和业绩增长产生重要影响。

盲目扩张的风险：餐饮企业主要通过门店扩张提高市场占有率，但盲目扩张容易对企业经营造成风险。在现有市场开设新门店可能对已有餐厅造成不利影响，加剧相互竞争，造成新门店蚕食现有门店的业务。而进军新市场，餐饮企业可能由于缺乏经验，不了解新市场消费者的喜好和消费模式，导致新门店业绩不如现有门店，需要较长成熟期。

自然灾害或疫情的风险：重大自然灾害或者疫情等黑天鹅事件，将会影响消费者的外出就餐意愿，直接影响门店的客流情况。例如，以本次新冠肺炎为例，为避免人员聚集，减少疫情传播，大多数餐饮企业纷纷停业，但仍需要支付高额的租金和人工成本，导致公司现金流恶化。

宏观经济下滑的风险：餐饮消费水平的提升离不开人均可支配收入的增长。而宏观经济下滑，可能造成居民收入水平降低，抑制居民消费需求，减少外出就餐频次，从而影响餐饮业的整体发展。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com