

# 餐饮行业

## 中国会出现 Sysco 吗？

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

### Sysco 是一家怎样的企业？

Sysco 是全球最大食品及相关产品分销商，美国市场份额达 16% 居首。产品类型以食品类为主，生鲜占比较大。其中新鲜冷冻肉类占比最高，近五年占比保持 20% 左右。营销网络覆盖全美，服务客户超过 60 万家，其中餐厅营收贡献占比超 60%。上游从数千计国内外供应商处严格筛选采购，中央直采为主，地域分区采购补充，下游采用咨询式销售模式，提供强大产品解决方案；仓储物流实力雄厚，重资产运作稳定性强，拥有 1.4 万辆运输车队，332 家配送中心，78% 均为自持，随着公司近 40 年发展，各客户类型销售额占比已基本保持稳定，2018 年营收 587 亿美元（+6%），实现净利润 14 亿美元（+25%），成为影响美国食品行业零售配送绝对龙头。

### 为什么美国会走出 Sysco？

我们将整体流通体系简化为四大部分：**产地、上游品牌加工商、渠道批发商及终端消费者**。Sysco 诞生于 70 年代美国，**产地耕地集中**，生产专业化程度高，从 60 年代至今，美国每 100 平方公里耕地面积拖拉机数保持在 250 台左右高位；**上游加工品牌商集中化**，对下游已产生一定品牌知名度，促进整体上游标准化程度较高；**同时物流体系快速发展**，物流成本进入视野，外包优势逐步显现，原油价格上涨导致运输成本增加，滞胀期企业仓储压力大，物流概念开始普遍接受，企业外包制兴起，Sysco 等企业开始提供多样化供应链服务；**下游外出就餐比例提升**，餐饮行业集中度分散。随着美国外出就餐比例逐步提升，下游餐饮企业需求稳步上涨，同时受益于行业较为分散，餐饮企业受制于单体采购需求，Sysco 在当时美国流通体系背景下快速发展。

### 中国会诞生 Sysco 吗？

中国目前尚未出现 Sysco 模式规模化代理流通商，**从产地来看**，耕地分散，生产专业化程度低，耕地破碎化程度高，生产机械化程度尚有发展空间；**上游食品加工品牌影响力尚未铸就**，龙头企业初具规模，行业标准化有待加强。同时**渠道流通批发行业**也步入高速发展期，政策环境利好，运力网络大规模覆盖、信息平台建设迅速推进，政策红利逐步释放，但目前批发流通层级多，模式效率较低，损耗巨大，加之各级批发商参与后利润摊薄，扁平化成为新的发展方向。**我国下游终端市场规模巨大**，行业集中度较低，采购需求较为凸显。根据中国烹饪协会《中国餐饮业年度报告》，中国百强餐饮企业仅占有餐饮市场 7% 左右市场份额。目前我国餐饮市场主体还是中小型商家，标准化程度与市场集中度低，采购仍是制约其发展的一大因素，物流供应链企业纷纷入场，抢占餐饮供应链市场。

我们认为相较 Sysco 成长路径，我国目前尚未出现 Sysco 模式规模化代理流通商主要系上游非规模化种植、产地分散、标准化程度低而无法建立统一的规模化品牌优势，但同时我国物流流通体系已步入快速发展期，同时下游终端极度分散度，多元化单体采购需求旺盛，在产品极度多样化的制约条件下，也为供应链企业提供发展契机。供应链企业应提高产地信息不对称，加强生产机械化程度，增加供应品类并培育核心品类产地；加强上游品牌供应商联系，促进培育行业标准化体系；建立自有仓库，提升自有配送能力，逐步扩展覆盖范围以满足更小餐饮机构诉求，加强 IT 化建设，建立 CRM 等科技化管理体系；随着海底捞上市，蜀海、美团快驴等众多供应链企业纷纷布局，我们相信，我国餐饮行业乃至供应链流通体系正逐步规范标准化，今朝花开胜往昔，料得明日花更红。

**风险提示：**行业竞争加剧、食品安全风险、科技化推进不及预期、宏观经济环境影响



## 内容目录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>1. Sysco 是一家怎样的企业？</b>        | <b>5</b>  |
| 1.1. Sysco：全球最大食品分销商             | 5         |
| 1.2. 供应链体系日渐成熟，营收业绩趋于稳定          | 8         |
| 1.3. 美国食品供应链龙头，规模效应构筑护城河         | 10        |
| 1.4. 业务模式：中央直采为主，提供多元化产品解决方案     | 11        |
| 1.4.1. 上游：供应商来源多元化，严格把控上游品质      | 11        |
| 1.4.2. 下游：咨询式销售模式，提供强大产品解决方案     | 12        |
| 1.4.3. 自建物流网络：仓储物流实力雄厚，重资产运作稳定性强 | 13        |
| 1.4.4. 自有品牌：定位中高端，贡献高利润高增长       | 14        |
| <b>2. 为什么美国会走出 Sysco？</b>        | <b>15</b> |
| 2.1. 产地：耕地集中，生产专业化程度高            | 15        |
| 2.2. 上游：加工品牌商集中化，标准化体系较为成熟       | 16        |
| 2.3. 物流体系：物流成本进入视野，外包优势逐步显现      | 16        |
| 2.4. 终端：外出就餐比例回升，餐饮行业较为分散        | 17        |
| <b>3. 中国会诞生 Sysco 吗？</b>         | <b>18</b> |
| 3.1. 产地：耕地分散，生产专业化程度低            | 18        |
| 3.2. 上游：食品加工品牌形成晚，龙头企业初具规模       | 19        |
| 3.3. 物流体系：政策红利期到来，各背景企业纷纷入场      | 20        |
| 3.4. 终端：餐饮市场规模巨大，行业集中度低          | 22        |
| 3.5. 相关企业                        | 22        |
| 3.5.1. 蜀海                        | 22        |
| 3.5.2. 永辉超市                      | 24        |
| 3.5.3. 京东                        | 25        |
| 3.5.4. 美团快驴                      | 26        |
| 3.5.5. 美菜网                       | 27        |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：Sysco 连续并购                     | 5  |
| 图 2：Sysco 连续并购，业绩稳步提升              | 6  |
| 图 3：Sysco 餐馆客户占比最大                 | 7  |
| 图 4：Sysco 产品以食品类为主                 | 7  |
| 图 5：Sysco 营业收入稳步增长（单位：亿美元）         | 8  |
| 图 6：Sysco 净利润回升（单位：亿美元）            | 8  |
| 图 7：Sysco 盈利能力回升，费用管控合理            | 9  |
| 图 8：Sysco 营运能力趋于稳定，周转情况良好          | 9  |
| 图 9：Sysco 现金流健康                    | 10 |
| 图 10：Sysco 占据美国食品供应商市场龙头地位（2017 年） | 10 |
| 图 11：Sysco 销售毛利率高于竞争对手             | 11 |

|  |    |
|--|----|
| 图 12: Sysco 销售净利率高于竞争对手 .....              | 11 |
| 图 13: Sysco 采用中央直采+分区采购模式 .....            | 12 |
| 图 14: Sysco 对肉类形象要求严格 .....                | 12 |
| 图 15: Sysco 对乳制品形象要求严格 .....               | 12 |
| 图 16: MySysco 为客户提供订购服务 .....              | 13 |
| 图 17: CAKE 帮助客户更高效输入订单 .....               | 13 |
| 图 18: Sysco 配送中心以自有为主 .....                | 14 |
| 图 19: Sysco 配送工具以自有为主 .....                | 14 |
| 图 20: 2018 财年 Sysco 美国餐饮服务部门销售占比最高 .....   | 15 |
| 图 21: 2018 财年自有品牌占美国宽产品线业务销售额比例较大 .....    | 15 |
| 图 22: 美国农业以生产带形式分布 .....                   | 16 |
| 图 23: 中美每 100 平方公里耕地的拖拉机数 (台) 差距悬殊 .....   | 16 |
| 图 24: 美国城镇人口比重提升 .....                     | 17 |
| 图 25: 1970s 美国进口实际年均原油价格上涨 (美元/桶) .....    | 17 |
| 图 26: 美国公路交通正在取代铁路交通 .....                 | 17 |
| 图 27: 美国外出就餐比例触底回升 .....                   | 18 |
| 图 28: 美国餐饮业收入规模巨大 .....                    | 18 |
| 图 29: 中美 TOP50 餐饮企业营收规模存在差距 .....          | 18 |
| 图 30: 中美 TOP50 餐饮企业门店数量存在差距 .....          | 18 |
| 图 31: 中国商品粮基地分布在各平原地区 .....                | 19 |
| 图 32: 中国糖料生产呈南北分布 .....                    | 19 |
| 图 33: 中美耕地面积/人口比例 (平方公里/人) 存在差距 .....      | 19 |
| 图 34: 中美每 100 平方公里耕地的拖拉机数 (台) 存在差距 .....   | 19 |
| 图 35: 中国现代化物流正处在成长期 .....                  | 20 |
| 图 36: 中国物流总额 (亿元) 快速增长 .....               | 20 |
| 图 37: 中国餐饮业月收入 (亿元) 波动上升 .....             | 22 |
| 图 38: 中国餐饮业集中度较低 .....                     | 22 |
| 图 39: 蜀海获取优质合作伙伴 .....                     | 23 |
| 图 40: 蜀海是海底捞重要关联方 .....                    | 23 |
| 图 41: 蜀海七大物流中心提供全区域服务 .....                | 24 |
| 图 42: 永辉直采模式锁定成本优势 .....                   | 24 |
| 图 43: 京东构建高效仓储物流体系 .....                   | 26 |
| 图 44: 美团点评第三季度其他业务快速增长 .....               | 27 |
| <br>                                       |    |
| 表 1: Sysco 餐馆客户占比最大 .....                  | 6  |
| 表 2: Sysco 产品以食品类为主 .....                  | 7  |
| 表 3: Sysco 与竞争对手经营情况对比优势明显 (2017 财年) ..... | 10 |
| 表 4: Sysco 盈利能力优势明显 (2017 财年) .....        | 11 |
| 表 5: Sysco 为餐馆客户提供众多增值服务 .....             | 13 |
| 表 6: Sysco 配送中心数量众多、辐射范围广 .....            | 14 |
| 表 7: Sysco 传统品牌专注高层客户 .....                | 14 |

|   |    |
|---|----|
| 表 8: Sysco 其他自有品牌涵盖多个领域.....              | 15 |
| 表 9: 2018 年财富世界 500 强食品加工企业成立时间普遍较早.....  | 16 |
| 表 10: 2018 年财富中国 500 强食品加工企业成立时间普遍较晚..... | 20 |
| 表 11: 2014-2017 年物流科技相关支持政策陆续出台.....      | 21 |
| 表 12: 国内生鲜农产品流通效率与发达国家存在差距.....           | 21 |
| 表 13: 各背景企业积极布局餐饮供应链服务.....               | 21 |
| 表 14: 蜀海供应链快速发展.....                      | 22 |
| 表 15: 永辉与上游供应商深度合作锁定优质资源.....             | 25 |
| 表 16: 京东自建物流体系进程快速推进.....                 | 25 |
| 表 17: 京东利用 IT 系统提升供应链效率.....              | 26 |
| 表 18: 美菜网快速发展.....                        | 28 |
| 表 19: 相关企业特色鲜明.....                       | 28 |

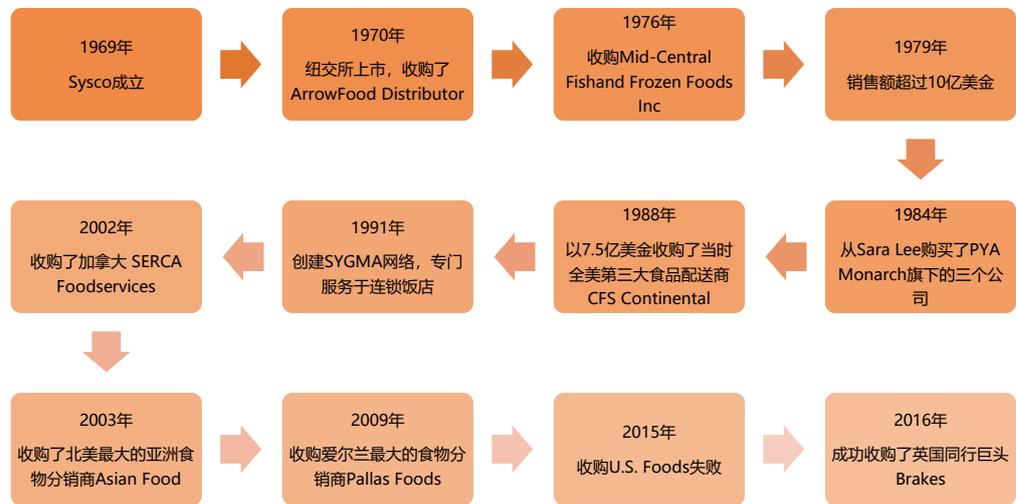
## 1. Sysco 是一家怎样的企业？

### 1.1. Sysco：全球最大食品分销商

**Sysco 是全球最大食品及相关产品分销商。**营销网络覆盖全美，为餐厅、学校、政府、医院等提供餐食供应服务，产品类型包括鲜冻肉、海鲜、家禽、蔬菜、水果、零食及环保餐具厨房用品等，2018 财年服务客户超过 60 万家，已成为影响美国食品行业零售配送巨头。

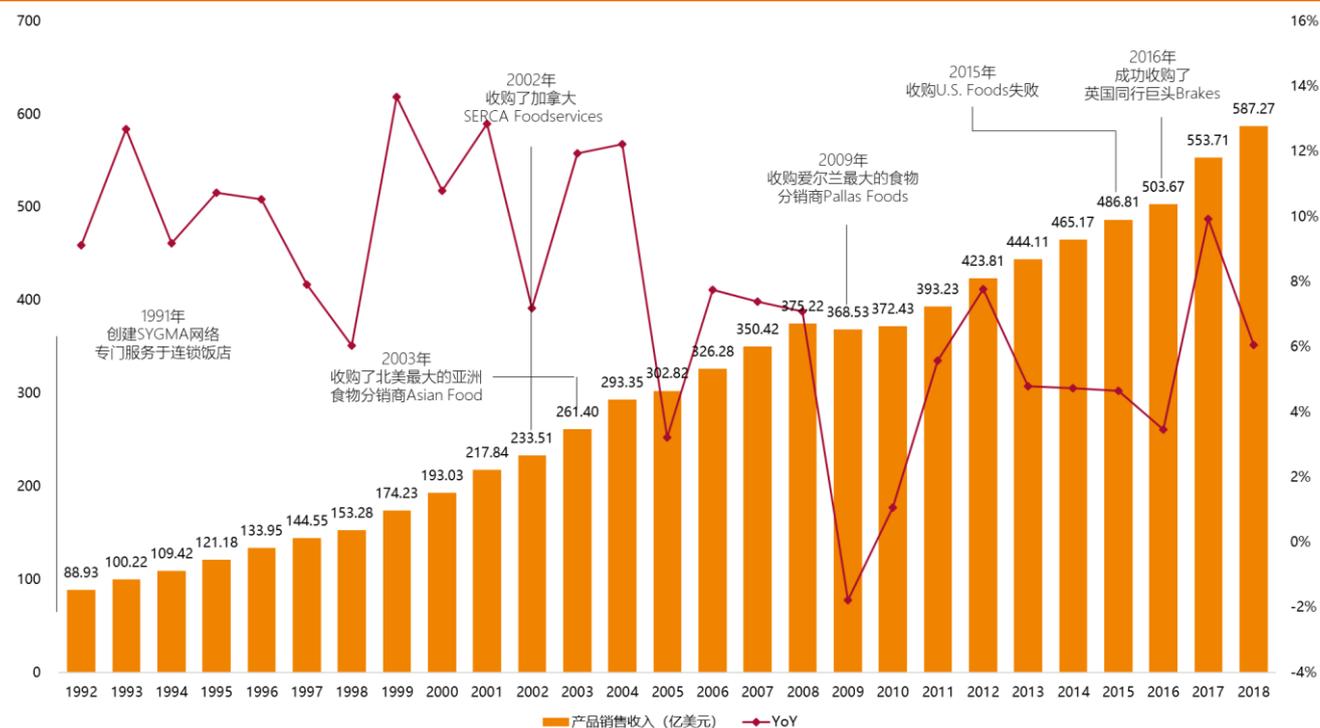
**连续并购规模快速扩张。**Sysco 于 1969 年成立，1970 年登陆纽交所。截至 2018 年 7 月初，累计并购数量约 200 个。2015 年计划收购美国知名食品物流供应链企业 US Food，因被法院裁定为垄断，最终收购失败。2016 年以 21 亿美元成功收购英国同行巨头 Brakes，打开欧洲市场，快速拓展国际版图。

图 1：Sysco 连续并购



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 2: Sysco 连续并购, 业绩稳步提升



资料来源: wind、前瞻产业研究所、天风证券研究所

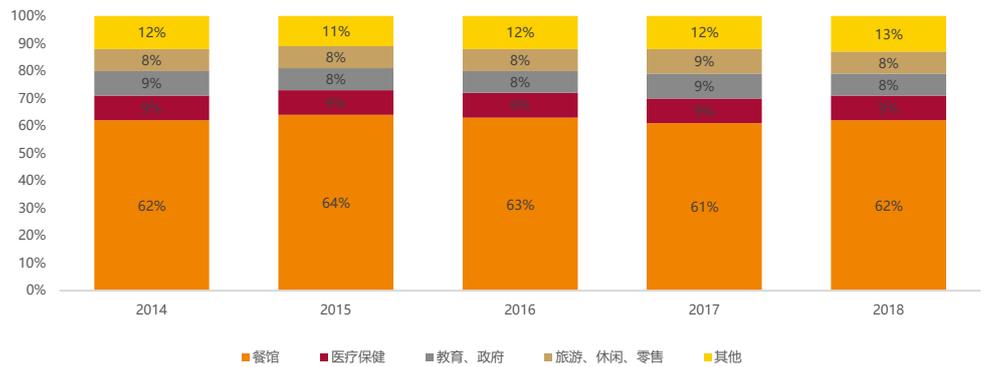
**Sysco 客户类型多元化, 餐馆业务占比最大, 对下游客户议价能力较强。**Sysco 主要客户包括餐馆、医疗保健机构、教育机构、政府、旅游休闲服务商、零售商等。其他类别包括非独立餐厅、面包店、餐饮店、教堂、民间组织和兄弟组织、贩售分销商、其他分销商和国际出口品的自助餐厅等。在所有客户中, 餐馆营收贡献占比最高, 近五年来均超 60%, 随着公司近 40 年发展, 各客户类型销售额占比已基本保持稳定。同时, 公司客户数量庞大, 无单一重点客户, 对下游议价能力较强。2018 财年, 单一客户销售额均低于 Sysco 的 10%, 对下游客户议价能力普遍较强。

表 1: Sysco 餐馆客户占比最大

|          | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|------|------|------|------|------|
| 餐馆       | 62%  | 64%  | 63%  | 61%  | 62%  |
| 医疗保健     | 9%   | 9%   | 9%   | 9%   | 9%   |
| 教育、政府    | 9%   | 8%   | 8%   | 9%   | 8%   |
| 旅游、休闲、零售 | 8%   | 8%   | 8%   | 9%   | 8%   |
| 其他       | 12%  | 11%  | 12%  | 12%  | 13%  |

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

图 3: Sysco 餐馆客户占比最大



资料来源: 公司年报、天风证券研究所

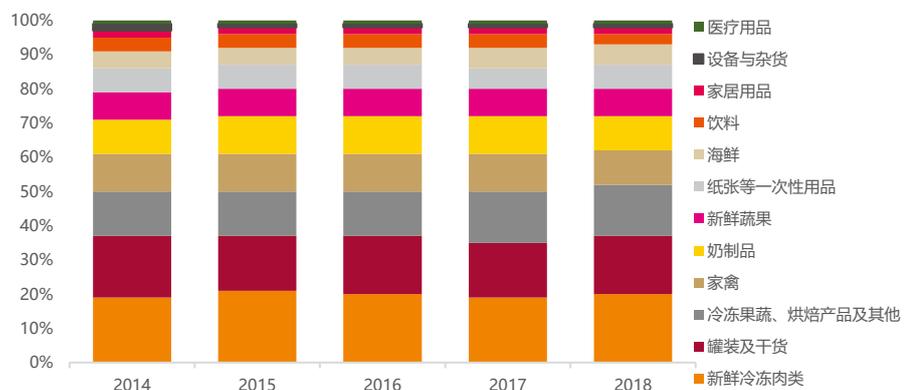
**Sysco 产品主要以食品类为主, 生鲜占比较大。**其中公司食品类产品主要包括全系列冷冻食品, 如肉类、海鲜、蔬菜、水果、甜点等、罐装食品和干货、新鲜肉类和海鲜、奶制品、饮料、新鲜农产品等。非食品类产品包括: 一次性餐巾纸、盘子、杯子等纸制品、餐具, 如瓷器、银器; 炊具, 如锅等、厨房及餐厅设备、清洁用品等。其中, 新鲜冷冻肉类占比最高, 近五年占比保持 20%左右。

表 2: Sysco 产品以食品类为主

|              | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 新鲜冷冻肉类       | 19%  | 21%  | 20%  | 19%  | 20%  |
| 罐装及干货        | 18%  | 16%  | 17%  | 16%  | 17%  |
| 冷冻果蔬、烘焙产品及其他 | 13%  | 13%  | 13%  | 15%  | 15%  |
| 家禽           | 11%  | 11%  | 11%  | 11%  | 10%  |
| 奶制品          | 10%  | 11%  | 11%  | 11%  | 10%  |
| 新鲜蔬果         | 8%   | 8%   | 8%   | 8%   | 8%   |
| 纸张等一次性用品     | 7%   | 7%   | 7%   | 6%   | 7%   |
| 海鲜           | 5%   | 5%   | 5%   | 6%   | 6%   |
| 饮料           | 4%   | 4%   | 4%   | 4%   | 3%   |
| 家居用品         | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   |
| 设备与杂货        | 2%   | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   |
| 医疗用品         | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   |

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

图 4: Sysco 产品以食品类为主



资料来源: 公司年报、天风证券研究所

## 1.2. 供应链体系日渐成熟，营收业绩趋于稳定

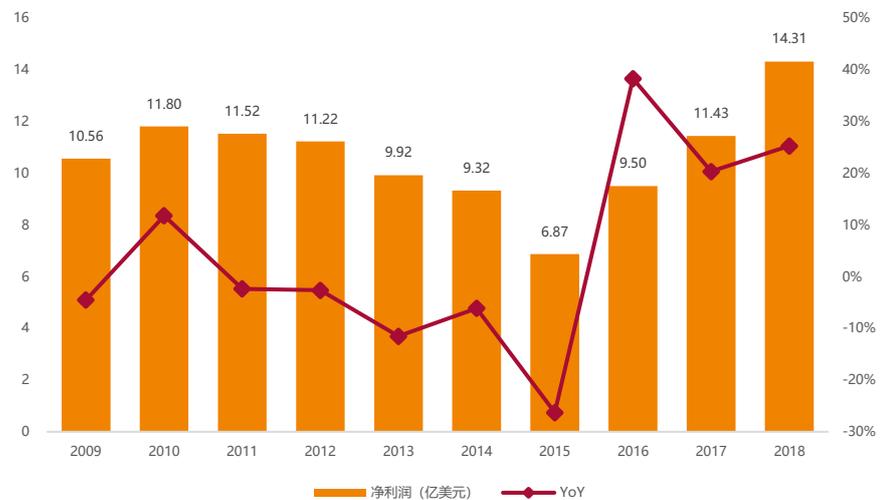
营收维持稳定正增长，净利润稳步回升。随着 Sysco 整体业务规模逐步趋于稳定，主营业务收入自 2010 年起维持稳步增长态势。自 2011 年，由于养老金、软件系统摊销等费用增加，Sysco 业绩逐步下滑。在 2015 年由于并购 US Food 失败支付 3.2 亿美元，净利润达到最低点的 6.9 亿美元，折合人民币约 41.99 亿元。近三年净利润逐步回升，公司盈利能力稳步提升。

图 5: Sysco 营业收入稳步增长 (单位: 亿美元)



资料来源: wind、天风证券研究所

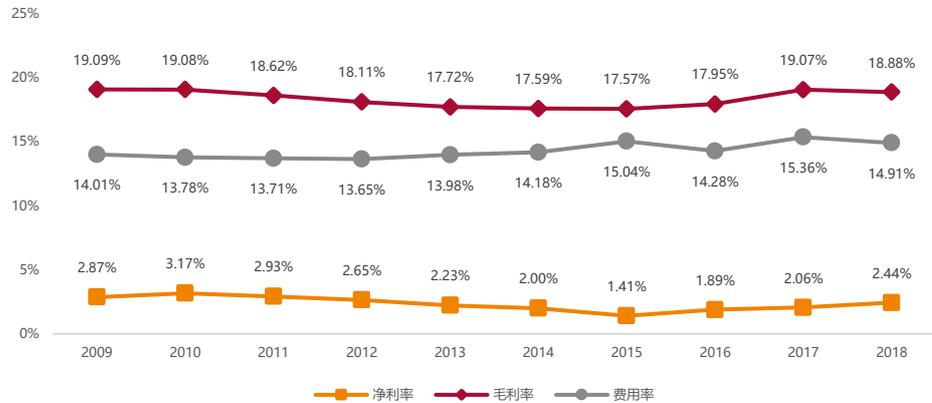
图 6: Sysco 净利润回升 (单位: 亿美元)



资料来源: wind、天风证券研究所

**毛利率、净利率稳步回暖，费用率管控合理。**受到整体美国外出就餐市场人数下滑影响及相关费用增长，公司整体毛利率、净利率自 2011 年小幅下滑，于 2015 年达到低点。随着餐饮市场回暖，近三年来，毛利率逐步回升，稳定在 19% 左右，整体管控趋于稳定。

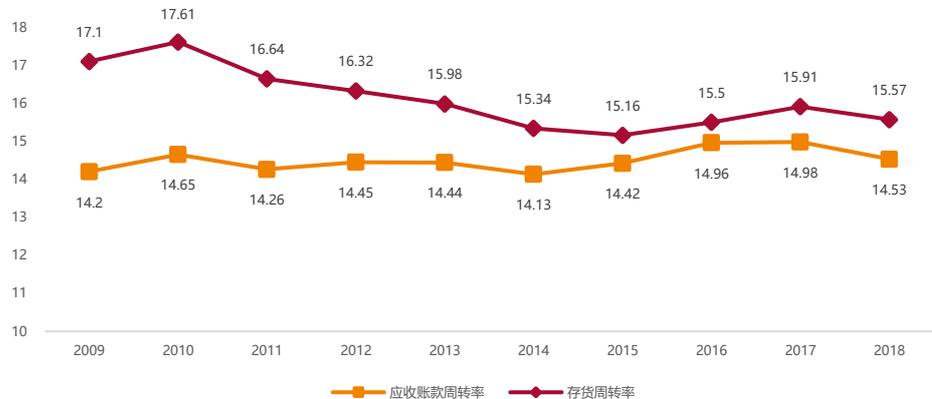
图 7: Sysco 盈利能力回升，费用管控合理



资料来源: wind、天风证券研究所

**营运能力趋于稳定，周转情况良好。**在 Sysco 长达近 50 年供应链管理中，整体运营体系较为成熟，相应运营指标也基本趋于稳定，近几年来，应收账款周转率在 14-15 区间内小有波动，存货周转率维持 15-16，整体周转情况良好。

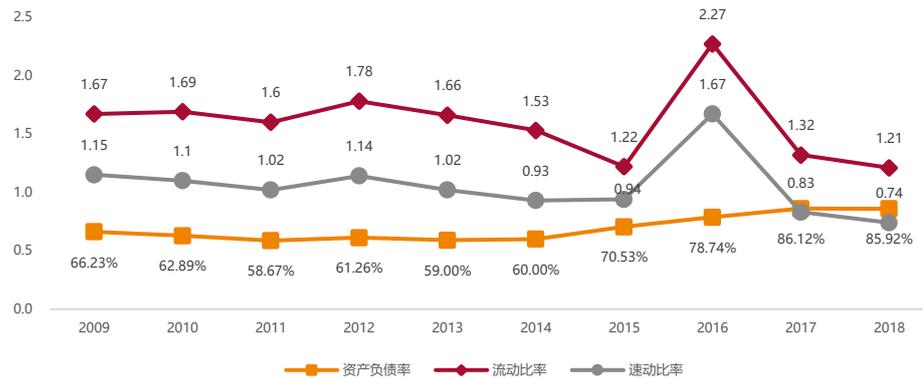
图 8: Sysco 营运能力趋于稳定，周转情况良好



资料来源: wind、天风证券研究所

**举债并购致资产负债率提升，整体现金流健康。**Sysco 自 2015 年大幅举债并购，资产负债率有所提升，同时自身重资产经营模式下，目前处于高经营杠杆状态。除 2016 年因收购失败导致流动比率与速动比率异常，整体现金流较为健康。

图 9: Sysco 现金流健康

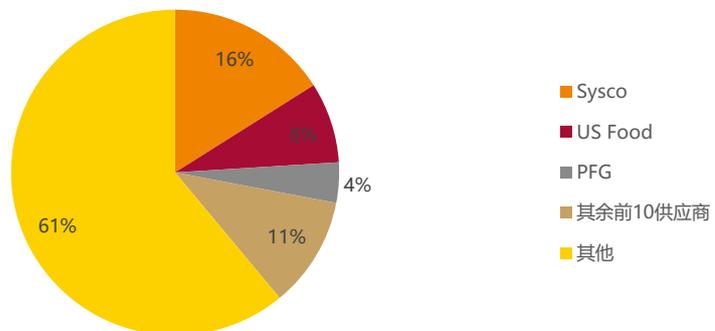


资料来源: wind、天风证券研究所

### 1.3. 美国食品供应链龙头，规模效应构筑护城河

**Sysco 是美国食品供应商市场绝对龙头。**根据 Technomic 的统计，2017 年美国前十大食品供应商共占据 39% 的市场份额，其中前三大供应商 Sysco、US Food、PFG 分别占据 16%、8%、4% 市场份额。从客户数量、配送中心数量、配送车辆数量等经营数据看来，Sysco 均遥遥领先。

图 10: Sysco 占据美国食品供应商市场龙头地位 (2017 年)



资料来源: Technomic、天风证券研究所

表 3: Sysco 与竞争对手经营情况对比优势明显 (2017 财年)

|          | Sysco  | US Food | PFG   |
|----------|--------|---------|-------|
| 市场份额     | 16%    | 8%      | 4%    |
| 客户数量     | 60 万   | 25 万    | 15 万  |
| 配送中心 (个) | 332    | 62      | 73    |
| 配送车辆 (辆) | 14,000 | 6,000   | 4,000 |

资料来源: wind、公司年报、天风证券研究所

**规模效应是生鲜冷链行业中难以逾越“护城河”。**Sysco 成立于 1969 年，晚于 US Food (1853 年)、PFG (1875 年)，但通过其快速扩张发展战略，迅速在美国建立起了巨大供应链物流网络。Sysco 采用折叠式扩张战略建立物流体系，在距离原物流中心较远地方建立新的独立运营中心，有效提升物流配送密度，提升公司响应速度，在多个配送方案中选择最佳路线，通过规模效应降低人力成本、物流成本。

**Sysco 良好的盈利能力为快速扩张提供有力资金保障。**2017 财年，Sysco 实现营业收入超过 US Food 与 PFG 之和，净利润、ROE 也远高于竞争对手。从近几年销售毛利率、销售净利率上看，Sysco 表现均优于 US Food 与 PFG。良好的盈利表现帮助 Sysco 在保持健康的资产负债率同时快速并购扩张。

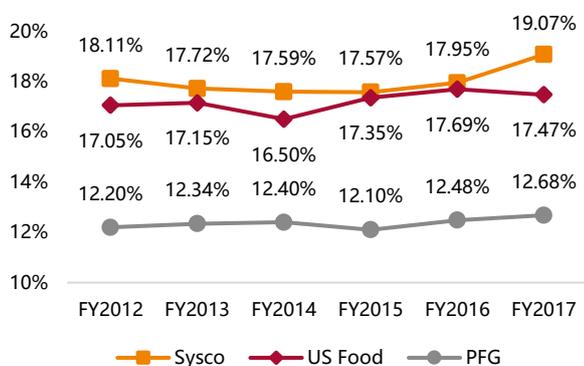
表 4: Sysco 盈利能力优势明显 (2017 财年)

|               | Sysco  | US Food | PFG    |
|---------------|--------|---------|--------|
| 营业收入 (亿美元)    | 553.71 | 241.47  | 167.62 |
| 扣非归母净利润 (亿美元) | 11.43  | 4.44    | 0.96   |
| ROE           | 38.99  | 16.80   | 11.14  |
| 销售毛利率         | 19.07% | 17.47%  | 12.68% |
| 销售净利率         | 2.06%  | 1.84%   | 0.57%  |

资料来源: wind、天风证券研究所

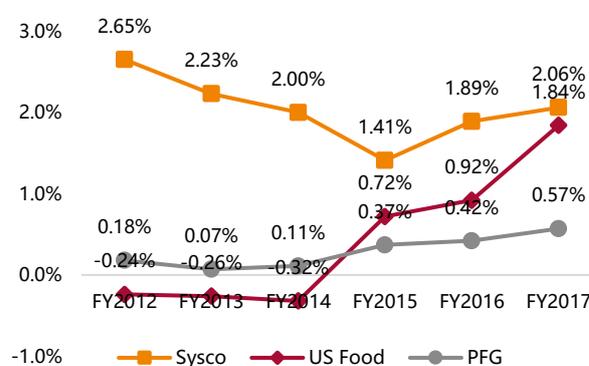
注: Sysco 截止 2017/7/1, US Food 截止 2017/12/31, PFG 截止 2017/7/1

图 11: Sysco 销售毛利率高于竞争对手



资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: Sysco 销售净利率高于竞争对手



资料来源: wind、天风证券研究所

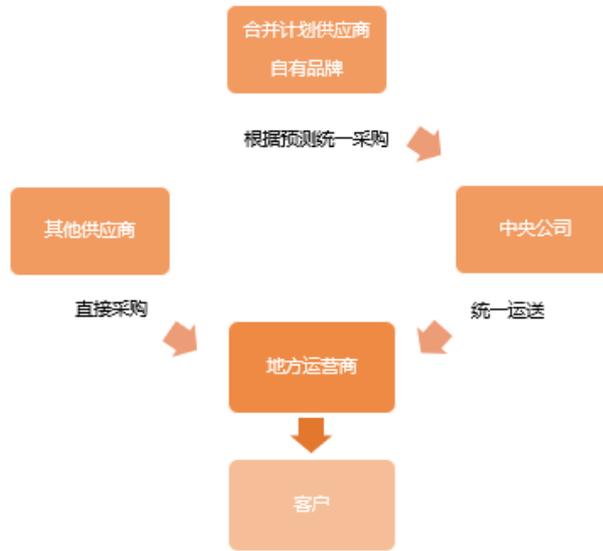
## 1.4. 业务模式: 中央直采为主, 提供多元化产品解决方案

### 1.4.1. 上游: 供应商来源多元化, 严格把控上游品质

**供应商类型多样, 满足顾客多样化需求。**Sysco 从数以千计的国内外供应商处采购, 其中没有一家单独占采购量 10%以上。供应商类型涵盖大品牌供应商、独立区域品牌供应商、中小型供应商 (季节性产品专用)、本地供应商 (满足客户差异化的需求, 并支持当地社区)。

**中央直采为主, 规模优势凸显, 地域分区采购补充。**Sysco 采购系统分为中央直接采购和地区运营商分区采购两种模式。其中中央直采由公司统一对客户请求做出预测, 根据预测对合作联盟供应商和自有品牌进行采购, 再统一运输至各地运营公司, 并最终送抵客户。**分区采购**是在区域内特定商品需求数量达到一定标准时, 地区运营商可直接向供应商采购, 再直接运送到客户手中。目前中央直接采购是 Sysco 的主要采购方式, 以集中化采购为主, 提升产品品质, 降低成本, 发展自有品牌。

图 13: Sysco 采用中央直采+分区采购模式



资料来源：公司年报、天风证券研究所

**供应商筛选严格。**为保证供应商正规性和产品合格性，公司公布对供应商的供应商行为准则，包括法律、道德等方面要求。此外，Sysco 还对供应商提供产品有严格品质要求，包括产品数量、规格、形象等。

图 14: Sysco 对肉类形象要求严格

#### 4 Meats (Beef and Pork)

##### 4.1 Primary Images

For most meat, the ideal primary image would be a single item, thawed to show color and marbling. Ensure that the color and texture appear both natural and fresh. Too much light may cause the product to look too red, or even washed out. Not enough light may cause the product to appear dark or aged.

##### 4.2 Primary Image Examples



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 15: Sysco 对乳制品形象要求严格

#### 8 Dairy

##### 8.1 Primary Images

Apart from cheese, most dairy items can be shown in their smallest unit of packaging, such as a single wrapped stick of butter, carton of milk, etc.

##### 8.2 Primary Image Examples



资料来源：公司官网、天风证券研究所

#### 1.4.2. 下游：咨询式销售模式，提供强大产品解决方案

**定制咨询提供针对客户确切需求的强大解决方案。** Sysco 深知优秀的产品只是成功餐饮企业的一部分，因而更加强调服务以处理好客户关系。无论客户需要培训材料、食品成本优势解决方案、服务理念或新的菜单内容，Sysco 都有服务和专业知识以满足需求。以餐馆客户（营收占比为 60%以上）为例，Sysco 不仅提供食材配送服务，还提供诸如菜单解决方案、食谱支持、人员培训等增值服务。

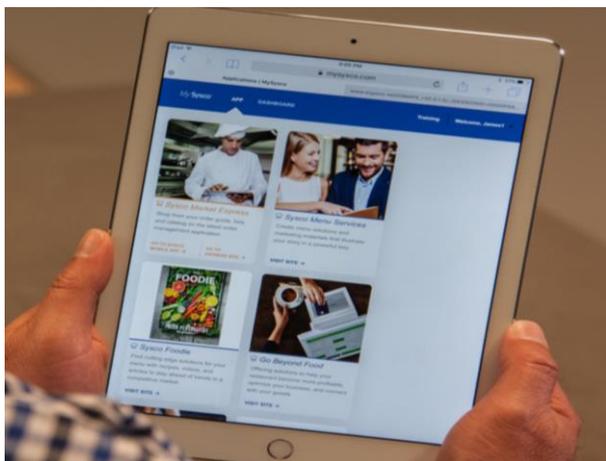
表 5: Sysco 为餐馆客户提供众多增值服务

| 服务类型    | 服务内容                      |
|---------|---------------------------|
| 菜单的解决方案 | 菜单咨询                      |
|         | 菜单和营销工具                   |
|         | 新的菜单理念- 特色菜和季节性           |
| 烹饪和食谱支持 | 配方构想                      |
|         | 访问西斯科美食家和厨师               |
|         | 板块介绍/部分控制指导               |
| 培训及人员支援 | 进入当地的测试厨房                 |
|         | 模板化的工作描述和培训材料             |
|         | 管理餐厅的检查清单(服务标准、存储、准备、清洁等) |
|         | 实际库存支持                    |
|         | 餐厅开业指导                    |

资料来源: 公司官网、天风证券研究所

**科技赋能, 提供一站式采购服务。**Sysco 帮助客户实现准确、高效的采购计划, 开发设计 MySysco、CAKE 等科技化服务产品。MySysco 是 Sysco 开发的一项应用程序, 为客户提供一站式订购、账单支付、跟踪等服务。CAKE 则是 Sysco 创新餐厅技术平台, 帮助客户在跟踪每笔交易的同时, 更快更准确地输入订单。

图 16: MySysco 为客户提供订购服务



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

图 17: CAKE 帮助客户更高效输入订单



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

#### 1.4.3. 自建物流网络: 仓储物流实力雄厚, 重资产运作稳定性强

**仓储物流实力雄厚, 立足本土外部扩张。**Sysco 在仓储物流方面实力雄厚, 在配送工具选择上, 截至 2018 年 6 月 30 日, 运输车队约有 1.4 万辆, 在全球拥有 332 家配送中心, 占地面积为 4896 万平方英尺, 全球 332 家配送中心有半数分布在美国; 国际服务中, 英国、法国、加拿大配送中心业务占比较大, Sysco 立足国内且持续发力海外拓展。

表 6: Sysco 配送中心数量众多、辐射范围广

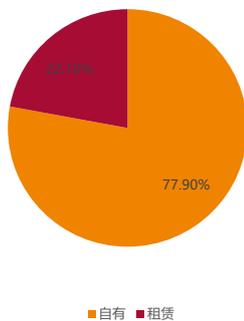
| 地点       | 数量 (个) | 占地面积 (千平方英尺) | 服务类型    |
|----------|--------|--------------|---------|
| 巴哈马      | 1      | 200          | I       |
| 加拿大      | 34     | 4412         | I,O     |
| 哥斯达黎加    | 2      | 268          | I       |
| 法国       | 38     | 1192         | I       |
| 爱尔兰与北爱尔兰 | 4      | 371          | I       |
| 墨西哥      | 6      | 294          | I       |
| 巴拿马      | 1      | 44           | I       |
| 西班牙      | 2      | 26           | I       |
| 瑞典       | 9      | 788          | I       |
| 英国       | 68     | 2828         | I,O     |
| 美国       | 167    | 38537        | U,I,S,O |
| 总计       | 332    | 48960        |         |

I 代表国际服务, U 代表美国服务, S 代表 SYGMA, O 代表其他服务

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

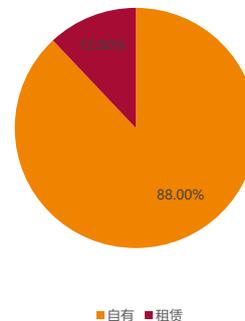
**掌握固定资产所有权, 重资产模式稳定性强。**Sysco 配送中心建筑面积 4896 万平方英尺, 其中 3813.4 万平方英尺 (占比 77.9%) 配送中心是 Sysco 自有, 其余为租赁。Sysco 拥有配送车辆中大约 88% 所有权。Sysco 在构建物流网络时, 牢牢掌握固定资产所有权, 因此其自建物流系统具有很强的稳定性, 为长期持续发展奠定坚实基础。

图 18: Sysco 配送中心以自有为主



资料来源: 公司年报、天风证券研究所

图 19: Sysco 配送工具以自有为主



资料来源: 公司年报、天风证券研究所

#### 1.4.4. 自有品牌: 定位中高端, 贡献高利润高增长

**自有品牌高端化, 与代理品牌形成互补。**Sysco 创立之初是一家食品配送商, 而通过不断并购, 拥有众多自有品牌。目前 Sysco 自有品牌业务范围涵盖多个领域, 除食物原料类的肉、蛋、奶、蔬菜等, 还为客户提供墨西哥风味、亚洲风味食材系列解决方案。此外还涉及环保类设备生产, 自有品牌定位中高端产品, 服务于上层客户, 与其他代理供应商产品结构形成互补, 帮助 Sysco 构建完整产品体系。

表 7: Sysco 传统品牌专注高层客户

| 传统品牌           | 业务范围             |
|----------------|------------------|
| Sysco Supreme  | 高品质精英产品, 服务于上层客户 |
| Sysco Imperial | 选定地区生产的高品质产品     |
| Sysco Classic  | 优质的产品            |
| Sysco Reliance | 定位为中产阶层客户经济型产品   |

资料来源: 公司官网、天风证券研究所

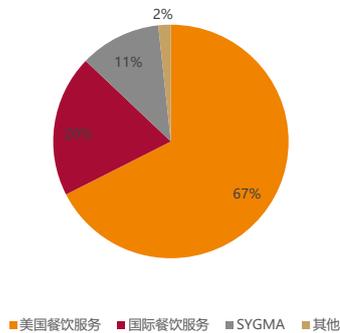
表 8: Sysco 其他自有品牌涵盖多个领域

| 其他自有品牌                    | 业务范围        |
|---------------------------|-------------|
| ARREZZIO                  | 意大利面、意大利酱汁等 |
| Baker's Source            | 烘焙品         |
| Block & Barrel            | 肉类、奶制品等     |
| Buckhead                  | 牛肉          |
| Butcher's Block           | 高端肉类        |
| Casa Solana               | 墨西哥风味       |
| Sysco Earth plus          | 环境友好类非食品类产品 |
| Fire River Farms          | 牛肉          |
| House Recipe              | 调味品         |
| Jade Mountain             | 亚洲风味        |
| Newport Pride             | 牛肉          |
| Sysco/FreshPoint® Natural | 蔬菜          |
| Wholesome Farms           | 蛋类、牛奶、奶油等   |
| Portico Seafood           | 海鲜          |

资料来源: 公司官网、天风证券研究所

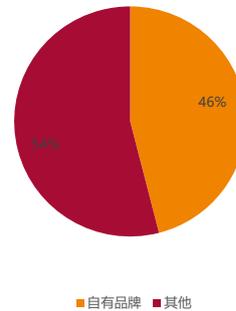
**专注自有品牌业务发展, 贡献高利润高增长。**从 2018 财年销售额看来, 美国餐饮服务占总销售额 67%, 通过估算自有品牌大约贡献 Sysco 销售额 30%, 因自有品牌毛利率更高, 收益更为客观, 故而 Sysco 近年来专注于自有品牌发展, 面向本地客户 Sysco 品牌销售额 2018 年增速提升 0.61 个百分点。

图 20: 2018 财年 Sysco 美国餐饮服务部门销售占比最高



资料来源: 公司年报、天风证券研究所

图 21: 2018 财年自有品牌占美国宽产品线业务销售额比例较大



资料来源: 公司年报、天风证券研究所

## 2. 为什么美国会走出 Sysco?

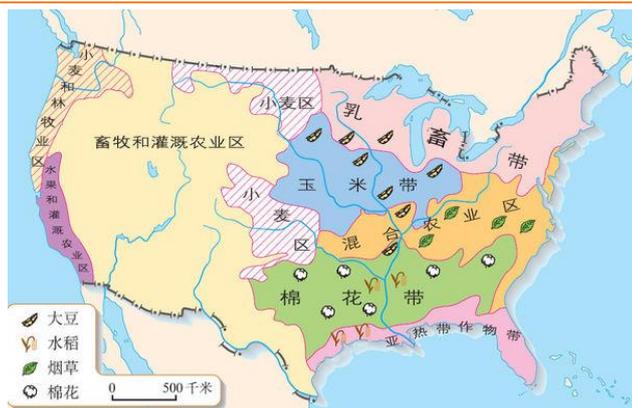
### 2.1. 产地: 耕地集中, 生产专业化程度高

**农业带分明, 区域生产专业化。**美国充分利用不同地区的自然条件, 形成一些著名的农业生产带, 如玉米带、小麦带、棉花带等, 实现地区生产专业化。在 1914 年, 美国农业就已经很大程度上实现种植专业化, 并将该格局保留至今, 区域分工使美国各地区充分发挥比较优势, 降低成本, 提高生产率。

**生产机械化程度高。**在 20 世纪 40 年代, 美国就领先世界各国最早实现粮食生产机械化。60 年代后期, 粮食生产机械化水平更加提高, 达到从土地耕翻、整地、播种、田间管理、收获、干燥等全过程机械化; 70 年代初完成棉花、甜菜等经济作物从种植到收获各环节全面机械化。从 60 年代至今, 美国每 100 平方公里耕地面积拖拉机数保持在 250 台左右高

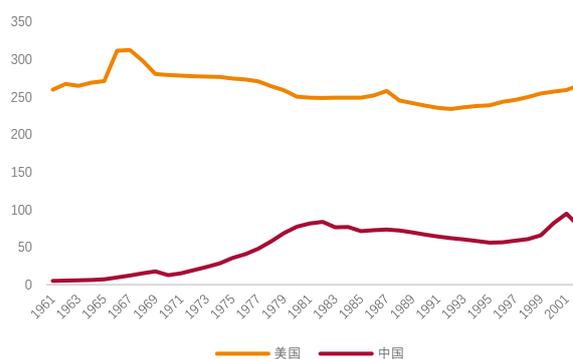
位，机械化程度遥遥领先。

图 22：美国农业以生产带形式分布



资料来源：USDA、天风证券研究所

图 23：中美每 100 平方公里耕地的拖拉机数（台）差距悬殊



资料来源：wind、天风证券研究所

## 2.2. 上游：加工品牌商集中化，标准化体系较为成熟

**美国食品加工行业发展起步早，GMA 促进标准化体系建设。**美国食品加工协会——GMA（the Grocery Manufacturers Association）成立于 1908 年，由 45 家当时最受尊敬食品和杂货制造商共同组成，现成员已超过 200 家。在 20 世纪，GMA 先后成立了科学家委员会、食品/药品法律研究所、营养基金会等下属部门，由诸多科学家参与，帮助食品加工行业实现标准化。

**上游加工品牌商已经形成。**2018 年财富世界 500 强企业中，美国上榜食品加工类企业 7 家，其中 6 家成立于 20 世纪 40 年代前。至 Sysco 1969 年成立前，美国本土已出现一批食品加工品牌企业，美国食品加工业起步较早，整体食品加工环节已较为发达。

表 9：2018 年财富世界 500 强食品加工企业成立时间普遍较早

| 公司名称   | 主营业务                 | 营业收入（亿美元） | 排名  | 成立时间                |
|--------|----------------------|-----------|-----|---------------------|
| 百事公司   | 饮料和休闲食品              | 635.25    | 144 | 1898 年              |
| ADM 公司 | 油籽、玉米和小麦加工           | 608.28    | 152 | 1905 年              |
| 邦吉公司   | 食品加工、粮食贸易和肥料         | 457.94    | 233 | 1818 年              |
| 泰森食品   | 鸡肉、牛肉、猪肉等            | 400.52    | 297 | 1935 年              |
| 可口可乐   | 饮料                   | 354.1     | 328 | 1886 年              |
| CHS 公司 | 能源、作物营养、家畜饲料、粮食购销、食品 | 319.34    | 372 | 1998 年              |
| 卡夫亨氏   | 食品和饮料                | 262.32    | 451 | 卡夫 1903 年；亨氏 1869 年 |

资料来源：wind、财富网、天风证券研究所 营业收入为最新披露年报的财年数据

## 2.3. 物流体系：物流成本进入视野，外包优势逐步显现

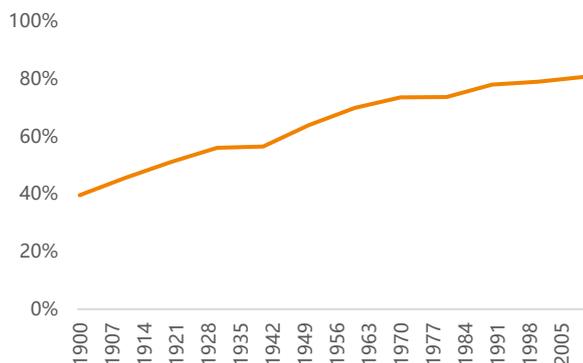
**20 世纪 60 年代，物流成本逐步引入企业管理进程。**在 20 世纪 50 年代前，美国物流体系尚处萌芽阶段，没有任何一项处于主导地位物流理念。60 年代，美国处于繁荣期，城镇化进程加快，中心城市人口向城市边缘地区转移。这一趋势变化导致超市和大型百货店向郊区扩张。同时，由于竞争激烈，企业开始向降低生产成本以外领域寻求出路，物流成本被作为一项新概念引入企业管理进程中。

**20 世纪 70 年代，原油价格上涨导致运输成本增加，滞胀期企业仓储压力大。**70 年代，原油价格大幅上涨，企业运输成本水涨船高，降低物流成本的压力进一步显现。70 年代还是美国的经济滞胀期，企业在繁荣期大量生产，处于高库存状态。政府为抑制通胀采用加息政策，更增加了高库存企业的仓储压力。Sysco 应运而生，在 70 年代快速发展。

**20 世纪 80 年代，物流概念普遍接受，企业外包制兴起。**20 世纪 80 年代，物流供应链管理被美国大量企业接受，物流在企业经营中重要性得到提升。美国还兴起企业外包制管理思想，即退出企业非核心竞争业务，将其外包以提高经营效率。包括 Sysco 在内美国企业

在这种新思想指导下，开始提供多样化物流服务。

图 24：美国城镇人口比重提升



资料来源：wind、天风证券研究所

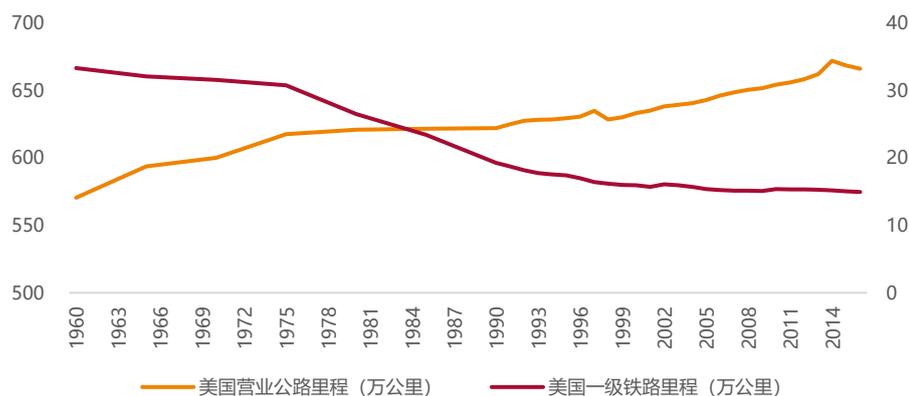
图 25：1970s 美国进口实际年均原油价格上涨（美元/桶）



资料来源：wind、天风证券研究所

**公路时代来临，物流业与快递业均快速发展。** Sysco 兴起的六七十年代，是美国快递业迅速崛起时代。十九世纪中叶，汽车迅速普及，公路运输得到快速发展，抢占铁路快递市场，美国国际快递巨头企业 FedEx 诞生于 1971 年，与 Sysco 等供应链企业共同受益于公路时代到来，同步发展。

图 26：美国公路交通正在取代铁路交通



资料来源：wind、天风证券研究所

## 2.4. 终端：外出就餐比例回升，餐饮行业较为分散

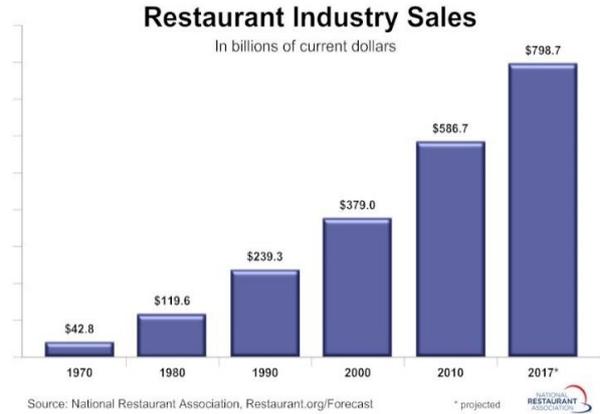
**外出就餐比例触底回升，终端餐饮市场回温。** 根据美国劳工局数据，美国人外出就餐比例在 2008 年前逐年升高，并于 2008 年达到峰值，金融危机期间外出就餐比例骤减，于 2010 年达到冰点后触底回升，从宏观上促进了终端餐饮市场的繁荣，Sysco 受益明显。

图 27：美国外出就餐比例触底回升



资料来源：美国劳工部、天风证券研究所

图 28：美国餐饮业收入规模巨大

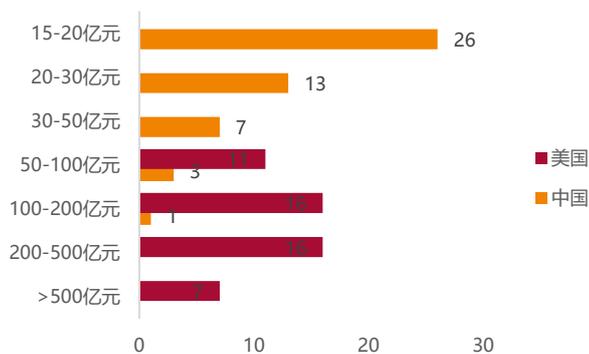


资料来源：NRA、天风证券研究所

**美国终端餐饮业规模大。**2017 年，我国餐饮收入额达到 39643.70 亿元，餐饮百强企业总营业收入 2861.7 亿元，占比 7.22%。对比 1990 年美国，餐饮业总收入 2393 亿美元，单是麦当劳品牌总收入 187.59 亿美元，占比 7.84%。美国餐饮业起步早，规模大、集中度相对较高。

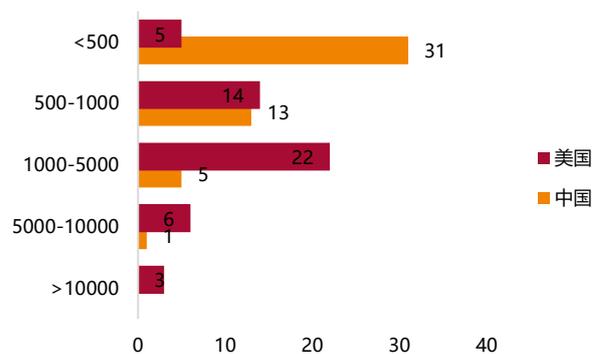
**当下时点中美餐饮行业集中度具有较大差异。**根据餐数发布的《美国餐饮 TOP50 研究报告（2016）》，美国 TOP50 餐饮营收占总营收比重为 27.7%，中国 T50 餐饮营收仅占总营收的 4.9%，集中度差距高达 22.8 个百分点。中国餐饮 50 强企业营收能力大幅落后于美国，80% 集中在 15-30 亿元之间，30-100 亿元的企业只有 9 家，过百亿的企业只有 1 家，且还是外资企业百胜；美国 50 强餐饮企业有 80% 的营收规模集中在 100-500 亿元之间，超过 500 亿元规模的企业多达 7 家。

图 29：中美 TOP50 餐饮企业营收规模存在差距



资料来源：餐数、天风证券研究所

图 30：中美 TOP50 餐饮企业拥有门店数量（家）存在差距



资料来源：餐数、天风证券研究所

### 3. 中国会诞生 Sysco 吗？

#### 3.1. 产地：耕地分散，生产专业化程度低

**耕地破碎化程度高，农产品产地分散。**中美发展农业面临着截然不同的地理条件。美国大部分耕地以大面积连片分布方式集中在大平原及内陆低原，大面积连片分布地理位置为美国农业机械化发展提供先天优势，而中国的耕地破碎化程度较高，典型的包括黄土高原地区和南方梯田。此外，受到气候与地形影响，中国农产品产地分散，例如商品粮产地有松嫩平原、江淮地区、珠三角等平原地区，糖料生产则分为“南蔗北甜”，与美国分明的农业生产带形成鲜明对比。

图 31：中国商品粮基地分布在各平原地区



资料来源：中国地理全图、天风证券研究所

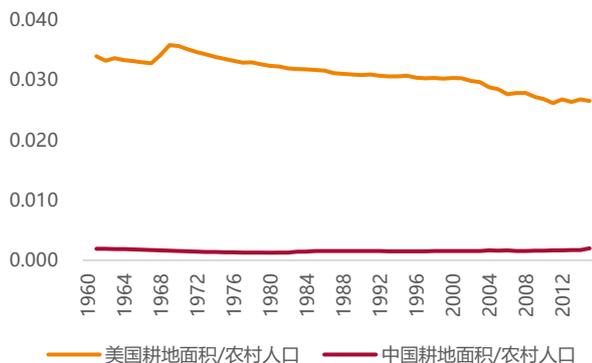
图 32：中国糖料生产呈南北分布



资料来源：中国地理全图、天风证券研究所

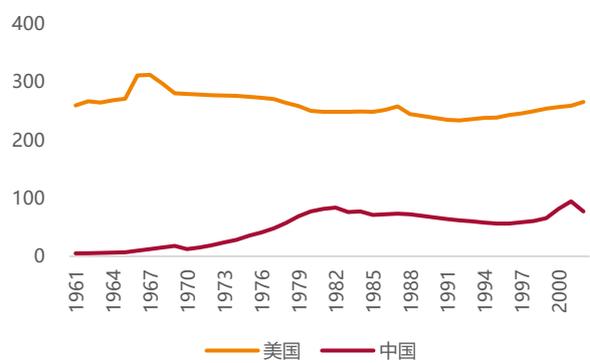
**生产机械化程度尚有发展空间。**中国目前仅有华北、东北、新疆等主要粮食产区部分达到综合机械化程度；华中、关中地区部分实现基本机械化；但是部分偏远落后地区、少数民族地区还停留在半机械化水平。中美耕地面积与农村人口比例相差悬殊，中国每平方公里耕地对应约 500 人的农村人口，美国则为 30 人左右。美国自 1960 年至今，每 100 平方公里拖拉机数保持在 250 台左右高位，中国至今未突破三位数。中美农业生产机械化程度尚有一定差距，中国农业生产效率有待提高。

图 33：中美耕地面积/人口比例（平方公里/人）存在差距



资料来源：wind、天风证券研究所

图 34：中美每 100 平方公里耕地的拖拉机数（台）存在差距



资料来源：wind、天风证券研究所

### 3.2. 上游：食品加工商品品牌形成晚，龙头企业初具规模

**食品加工行业发展起步晚，上游加工商品品牌形成晚。**2018 年财富中国 500 强企业中，上榜食品加工类企业 11 家，全部成立于 20 世纪 90 年代后，中国食品加工行业起步略晚于美国，上游品牌商尚处发展期。

**龙头企业初具规模，行业标准化有待加强。**2018 年财富中国 500 强中，万洲国际位列食品加工企业第一，2017 财年营收 1466.27 亿元。我国整体食品加工企业与美国食品加工工业龙头企业规模相比尚有一定发展空间。此外，与美国相比，中国食品安全体系建设仍处发展期，食品加工行业标准化有待提高。

表 10：2018 年财富中国 500 强食品加工企业成立时间普遍较晚

| 公司名称 | 主营业务                           | 营业收入（亿元） | 排名  | 成立时间 |
|------|--------------------------------|----------|-----|------|
| 万洲国际 | 肉制品、生鲜猪肉和生猪养殖                  | 1466.27  | 55  | 2006 |
| 中粮控股 | 油籽加工、大米贸易及加工、生物燃料及生化、啤酒原料及小麦加工 | 736.50   | 101 | 2006 |
| 伊利股份 | 乳制品制造；食品、饮料加工；牲畜，家禽饲养等         | 680.58   | 118 | 1993 |
| 新希望  | 饲料、养殖、肉制品及金融投资、商贸等             | 625.67   | 126 | 1998 |
| 蒙牛乳业 | 液体奶、冰淇淋及其他乳制品(如奶粉)             | 603.01   | 132 | 2004 |
| 温氏股份 | 禽畜、罐头食品、冷冻食品、肉食制品、饲料           | 556.57   | 144 | 1993 |
| 上海梅林 | 肉类食品和休闲食品                      | 222.21   | 335 | 1997 |
| 光明乳业 | 乳制品的开发、生产和销售，奶牛和公牛的饲养、培育，物流配送等 | 216.72   | 340 | 1996 |
| 达利食品 | 即糕点类、薯类膨化食品、饼干、凉茶、复合蛋白饮料及功能饮料  | 197.99   | 371 | 2014 |
| 中粮糖业 | 番茄、食糖                          | 191.57   | 381 | 1993 |
| 海天味业 | 调味品、豆制品、食品、饮料、包装材料             | 145.84   | 478 | 1995 |

资料来源：wind、财富网、天风证券研究所 营业收入为最新披露年报的财年数据

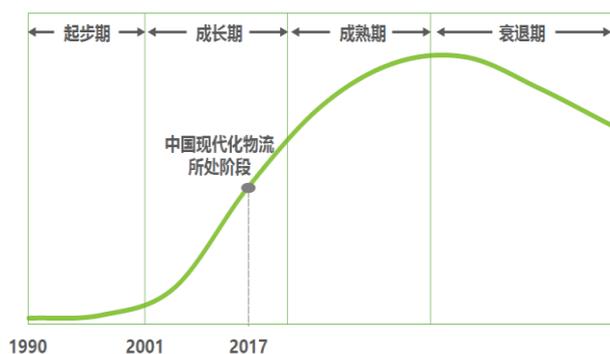
### 3.3. 物流体系：政策红利期到来，各背景企业纷纷入场

20 世纪 80 年代，快递业兴起 EMS 独占鳌头。改革开放以后，国内外贸易往来增加，快递业需求也相应增加。国际快递巨头 FedEx、DHL、UPS 和 TNT 相继进入中国市场。1985 年 12 月，中国邮政成立了第一家本土快递企业——中国速递服务公司（EMS），从事国际和国内快递业务，并快速占据了市场领先地位。

20 世纪 90 年代，民营快递企业快速崛起。进入到 20 世纪 90 年代，中国经济发展进入新时期，民营经济实力不断壮大。1993 年申通和顺丰分别在浙江和广东诞生，由此民营企业开始进入快递业竞争格局，并迅速在竞争中壮大起来，成为中国快递业的主要力量。

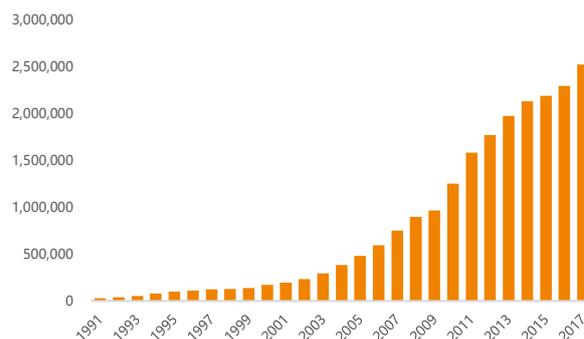
21 世纪以来，快递业进入新发展期。进入 21 世纪，政策环境利好，运力网络大规模覆盖、信息平台建设迅速推进，我国物流进入了飞速发展的成长期。2017 年全国物流总额达到 252.8 亿元，同比增长 10.03%，物流需求持续向好。

图 35：中国现代化物流正处在成长期



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

图 36：中国物流总额（亿元）快速增长



资料来源：wind、天风证券研究所

相关政策频频出台，政策红利期到来。20 世纪 70 年代，美国政府颁布了《邮政重组法》，《美国民航放松管制法》，美国邮政中止对特别紧急信件专营权。受益于政府管制放松，美国物流业取得了快速发展。近年来中国物流相关政策、法规密集出台，鼓励推进智慧化物流体系建立，中国物流产业政策红利持续释放。

表 11：2014-2017 年物流科技相关支持政策陆续出台

| 时间          | 政策文件                      | 相关内容表述  |
|-------------|---------------------------|---|
| 2014 年 10 月 | 《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》 | 提出到 2020 年基本建立现代物流服务体系，重点一是着力降低流成本，二是推动物流企业规模化，三改善物流基础设施              |
| 2016 年 7 月  | 《“互联网+”高效物流实施意见》          | 推进“互联网+”高效物流与大众创业万众创新紧密结合，创新物流资源配置方式，大力发展商业新模式、经营新业态                  |
| 2016 年 7 月  | 《关于确定智慧物流配送示范单位的通知》       | 开展智慧物流配送体系建设示范工作  |
| 2016 年 7 月  | 《综合运输服务“十三五”发展规划》         | 提出适应智能制造的需要，推进智慧物流服务，统筹规划制造业集聚区配套物流服务体系，引导物流企业完善智能货运与物流系统             |
| 2016 年 9 月  | 《关于推进改革试点加快无车承运物流创新发展的意见》 | 鼓励无车承运人依托移动互联网等技术搭建物流信息平台，通过管理和组织模式创新，集约整合和科学调度车辆、站场、货源等零散物流资源        |
| 2017 年 2 月  | 《商贸物流发展“十三五”规划》           | 实施“互联网+”高效物流行动，推广应用物联网、云计算、大数据、人工智能、机器人、无线射频识别等先进技术...探索发展...智慧物流生态体系 |
| 2017 年 2 月  | 《快递业“十三五”发展规划》            | 提出加强移动互联网、物联网、大数据、云计算、虚拟现实、人工智能等现代信息技术在企业管理、市场服务和行业监管中的应用             |
| 2017 年 7 月  | 《新一代人工智能发展规划》             | 加快推进智能物流，加强智能化装卸搬运，分拣包装、加工配送等智能物流装备研发和推广应用，建设深度感知智能仓储系统等              |

资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

**农产品批发流通层级多，批发模式效率较低。**中国目前农产品流通仍以批发市场模式为主。蔬菜、水果、禽类等农产品经采收后，从分散的农户或产地零售农贸市场收购，或直接从基地收购，经多级批发市场到达销地零售农贸市场，最后传递至消费者。在该模式下，冷链物流涉及环节众多，产品到达最终消费者时间比较长，损耗巨大，加之各级批发商参与后利润摊薄，扁平化成为新的发展方向。

表 12：国内生鲜农产品流通效率与发达国家存在差距

| 项目            | 美国      | 日本、韩国   | 中国    |
|---------------|---------|---------|-------|
| 主要流通渠道        | 配送中心    | 批发市场    | 批发市场  |
| 终端销售渠道        | 超市、食品商店 | 超市、食品商店 | 农贸市场  |
| 主要流通形式        | 冷链全程配套  | 低温保鲜    | 常温、自然 |
| 保鲜量占总量的比例（%）  | >50     | >50     | 10~20 |
| 损耗率（%）        | 1~2     | <5      | 25~30 |
| 物流成本占总成本比例（%） | ≈10     | ≈10     | 20-30 |

资料来源：全国农批市场冷库调研报告、天风证券研究所

**物流供应链企业纷纷入场，抢占餐饮供应链市场。**现阶段餐饮业快速发展，物流产业政策管制宽松，供应链服务仍处蓝海市场。餐饮企业、互联网企业、供应链背景企业积极布局餐饮供应链服务以抢占市场。

表 13：各背景企业积极布局餐饮供应链服务

| 企业背景    | 企业名称   | 成立时间 | 模式            | 最新融资轮次及金额    |
|---------|--------|------|---------------|--------------|
| 餐企背景    | 蜀海供应链  | 2006 | 整体供应链托管运营     | -            |
|         | 众美联供应链 | 2014 | 供应链综合服务平台     | -            |
|         | 信良记    | 2016 | 爆品垂直供应链       | A+轮/1.2 亿人民币 |
|         | 功夫鲜食汇  | 2017 | 快餐食材供应链       | -            |
| 互联网跨界背景 | 美菜     | 2014 | 食材生鲜 B2B 电商   | E 轮/4.5 亿    |
|         | 链农     | 2014 | 农业食材 B2B 电商   | B+轮/数千万人民币   |
|         | 宋小菜    | 2014 | 蔬菜 B2B 交易服务平台 | B 轮/2.3 亿人民币 |
|         | 京东企业购  | 2017 | 采购配送电商平台      | -            |
| 供应链背景   | 冷联天下   | 2013 | 第四方物流服务总包商    | -            |
|         | 餐北斗    | 2017 | 餐饮行业物流供应链     | A 轮/数千万人民币   |

资料来源：亿欧智库、天风证券研究所

### 3.4. 终端：餐饮市场规模巨大，行业集中度低

**餐饮业收入逐年攀升，终端市场规模大。**中国餐饮业处于高速发展期，餐饮收入逐年攀高。2017 年中国餐饮业收入接近 4 万亿元，市场规模巨大。作为其上游产业，供应链市场规模不容小觑。

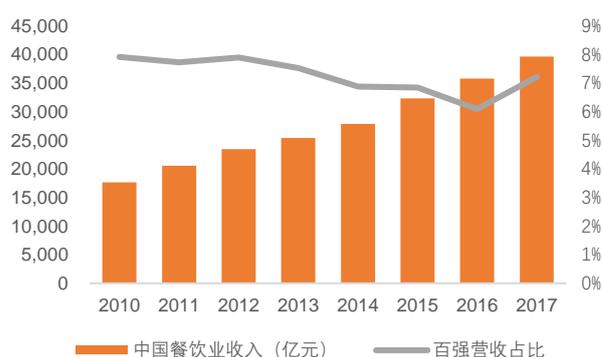
**行业集中度较低。**根据中国烹饪协会《中国餐饮业年度报告》，中国百强餐饮企业仅占有餐饮市场 7% 左右市场份额。目前我国餐饮市场主体还是中小型商家，标准化程度与市场集中度低，采购仍是制约其发展的一大因素。

图 37：中国餐饮业月收入（亿元）波动上升



资料来源：wind、天风证券研究所

图 38：中国餐饮业集中度较低



资料来源：中国烹饪协会、天风证券研究所

### 3.5. 相关企业

#### 3.5.1. 蜀海

**企业定位：全托管运营服务的供应链企业。**蜀海（北京）供应链管理有限责任公司成立于 2011 年 6 月，是一家为客户提供整体供应链全托管运营服务的供应链企业。蜀海供应链拥有遍布全国的现代化冷链物流中心、食品加工中心、底料加工厂、蔬菜种植基地、羊肉加工厂等基地，具有强大的产品研发、采购、生产、品保、仓储、运输能力。

表 14：蜀海供应链快速发展

| 时间     | 发展历程   |
|--------|--|
| 2007 年 | 开始独立运作为海底捞提供整体供应链托管运营服务  |
| 2011 年 | 服务于世界最大零售集团之一的“7-11”便利店；团餐类：北京航食；火锅类：海底捞、热辣壹号；中餐类：青年餐厅、九毛九；烧烤类：麻省理工、江边城外；韩餐类：韩时烤肉等数百家连锁餐饮企业。 |
| 2013 年 | 入选中国 8 大供应链创新案例  |
| 2014 年 | 荣获年度中国餐饮最佳供应链实践奖   |
| 2015 年 | 荣获年度中国食品供应链 50 强单位   |

资料来源：公司官网、天风证券研究所

**业务模式：加工+冷链物流，服务对象涵盖全行业。**蜀海对上游供应商集中采购，再通过自有的仓储系统和中央厨房系统，对产品进行分拣、加工；下游用户可通过蜀海自有 B2B 平台下单采购这些商品，再由蜀海通过冷链物流配送交付。蜀海不仅承担着海底捞后端供应链的重要责任，近几年开始对第三方餐饮客户开放，开展第三方供应链物流服务，获得 7-11 等重要客户，服务于整个餐饮行业。

图 39：蜀海获取优质合作伙伴



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**业务规模：海底捞重要关联方，蓝海市场有力竞争者。**蜀海作为其控股公司海底捞的重要关联方，过去其营业收入主要来源于海底捞。2017 年蜀海与海底捞的关联交易金额达 26 亿元人民币。此外，由于海底捞在生产研发能力、品质安全方面的重要背书，蜀海获得了 7-11 这一重要客户。目前蜀海为 7-11 提供便当、净菜等。蜀海已然成为中国餐饮供应链蓝海市场中的有力竞争者。

图 40：蜀海是海底捞重要关联方



资料来源：海底捞公开招股书、天风证券研究所

**竞争优势：全品类全区域服务。**蜀海供应链具有全品类、全区域的核心竞争优势。全品类产品是指蜀海提供丰富的产品组合品类，满足餐饮多样化需求，并提供增值服务；全区域服务是指蜀海拥有分别位于上海、北京、郑州、西安、东莞、成都、武汉的 7 大物流中心，以及位于内蒙古的羊肉加工厂与位于河南郑州的底料加工厂，为全国主要城市的餐饮企业提供供应链冷链物流服务。

图 41：蜀海七大物流中心提供全区域服务



资料来源：公司官网、天风证券研究所

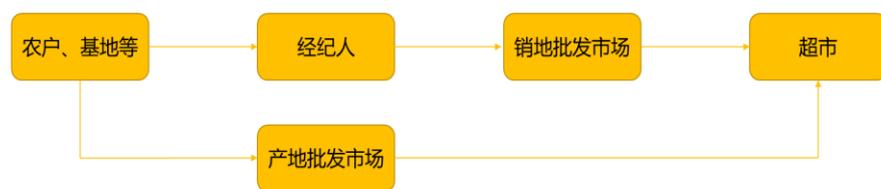
### 3.5.2. 永辉超市

**企业定位：零售业为龙头，现代物流为支撑。**永辉超市是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的企业之一，现已发展成为以零售业为龙头，现代物流为支撑，现代农业和食品工业为两翼的大型零售集团。

**业务模式：全国统采+区域直采，扁平化采购锁定成本优势。**生鲜经营是永辉超市的主要业务，为降低成本提高效率，永辉以全国统采+区域直采的模式，建立了全国性生鲜农产品采购体系，包括“基地采购”、“当地采购”、“远程采购”、“批发市场采购”四大采购模式。近年来，永辉超市加大了物流建设投入，形成了“基地-物流中心-终端门店”的供应链体系，通过扁平化的采购模式，压缩配送时间，减少运输损耗。

图 42：永辉直采模式锁定成本优势

传统超市采购模式



永辉直采模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**业务规模：物流中心覆盖全国，净利贡献比例高。**截止 2017 年，永辉超市物流中心覆盖全国 17 个省市，总运作面积 37 万平方，员工人数约 2100 人。物流中心中，常温配送中心(含中转仓)分布 17 个省区，定温配送中心(含中转仓)5 个，常温及集成中心 17 个；配送服务对象云创和云超及线上客户（企业购），作业额 312 亿，增长 16.4%。永辉超市子公司永辉物流有限公司 2017 年实现营业收入 75.52 亿元，营业利润 4.37 亿元，净利润占公司合并净利润 22.84%。

**竞争优势：与上游资源深度合作，锁定生鲜源头优质供应。**永辉超市通过引资和收购的方式，与生鲜源头生产商、制造商合作，引入并推广差异化、地标性、定量包装商品等，根据季节和营销节点主推单品营销，2017 年生鲜千万级以上单品共计 208 支，增加 11 支，五千万元以上单品共 35 支，增加 7 支，亿元级单品共 10 支，增加 5 支。

**表 15：永辉与上游供应商深度合作锁定优质资源**

| 时间          | 内容                                     |
|-------------|--|
| 2014 年 8 月  | 牛奶国际入股永辉，持股 19.99%，开放生鲜食品采购、加工和自有品牌开发等 |
| 2015 年 11 月 | 与韩国食品巨头 CJ 集团成立合资公司                    |
| 2017 年 1 月  | 收购达曼国际（零售服务）40%股权                      |
| 2017 年 3 月  | 收购福建星源农牧（猪肉）20%股权                      |
| 2017 年 10 月 | 控制东展国贸（鲜奶）45%股权                        |
| 2017 年 12 月 | 增资红旗连锁，持股 21%                          |
| 2018 年 3 月  | 收购广东湛江国联水产 11%                         |
| 2018 年 6 月  | 收购湖南湘村高科农业（黑猪）9.93%                    |
| 2018 年 6 月  | 收购福建闽威（海鲈鱼）19.69%                      |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3.5.3. 京东

**企业定位：大型综合型电商平台，电商金融物流三大支撑。**京东于 2004 年正式涉足电商领域，2017 年，京东集团市场交易额接近 1.3 万亿元。京东集团业务涉及电商、金融和物流三大板块。

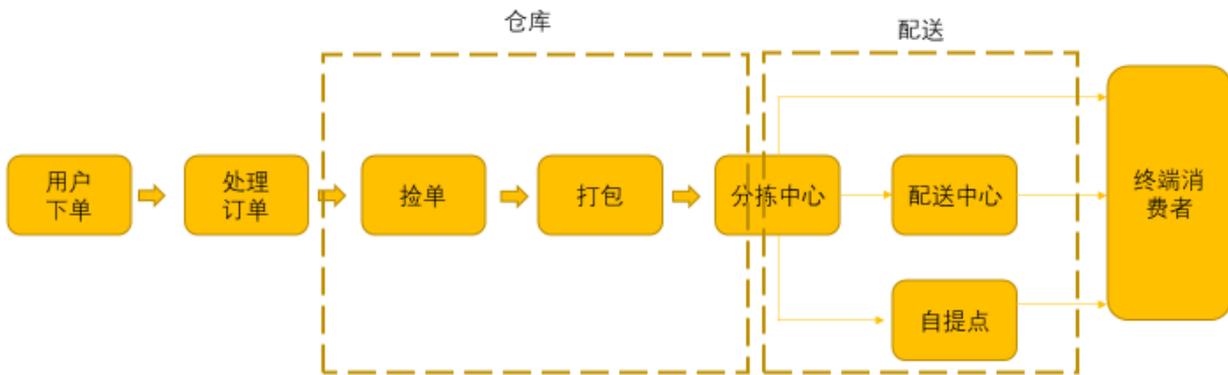
**业务模式：自建物流与运营活动协同发展，独立物流公司加入第三方竞争。**京东从 2007 年起自建物流体系，目前形成了自建物流+第三方配送的模式。京东自建物流与企业运营活动紧密结合，与电商、金融业务成为三个协同发展的业务线。此外，京东打造了独立的物流公司，向外开放为一项社会性资源，加入到了第三方物流企业的竞争当中。通过智能化布局的仓配物流网络，京东物流为商家提供正逆向一体化供应链解决方案服务，快递、冷链、跨境等全方位的物流产品和服务，以及物流云、物流科技、物流数据、云仓等物流科技产品。

**表 16：京东自建物流体系进程快速推进**

| 时间          | 内容   |
|-------------|--|
| 2007 年 7 月  | 建成北上广三大物流体系  |
| 2007 年 9 月  | 建成第一个配送站   |
| 2009 年初     | 京东商城成立物流子公司，布局全国物流体系；<br>新融资的 2100 万美元中的大部分都用于该物流子公司的成立和购买新的仓储场所等物流体系的建设 |
| 2010 年 2 月  | WMS1.0 物流管理系统正式上线  |
| 2010 年 3 月  | 京东宣布建成华北、华东、华南、西南四大物流中心，推出“211 限时达”极速配送服务                                |
| 2011 年      | 京东宣布在 3 年内投资 50 亿-60 亿人民币进行物流建设，并建设 7 个一级物流中心                            |
| 2013 年      | 建成 1000 个配送站，推出极速达服务；物流服务正式对外开放  |
| 2014 年 10 月 | 位于上海的京东首个“亚洲一号”现代化物流中心正式投入运营。  |
| 2015 年 5 月  | 京东一号自动分拣中心投入使用   |
| 2015 年 11 月 | 冷链物流业务正式对外开放   |
| 2016 年      | 物流开放业务客户超过 6 万家，成立 X 事业部，致力于打造着眼未来的智慧物流系统                                |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 43：京东构建高效仓储物流体系



资料来源：京东招股说明书、天风证券研究所

**业务规模：拥有全球唯一六大网络，自营配送覆盖全国。**目前，京东是全球唯一拥有中小件、大件、冷链、B2B、跨境和众包（达达）六大物流网络的企业，凭借这六张大网在全球范围内的覆盖以及大数据、云计算、智能设备的引入应用，京东物流将打造一个智慧供应链服务系统。截止 2017 年底，京东物流在全国范围内拥有超过 500 个大型仓库，运营了 14 个大型智能化物流中心“亚洲一号”，物流基础设施面积超过 1200 万平方米。京东物流大件和中小件网络已实现行政区县 100%覆盖，自营配送服务覆盖了全国 99%的人口，90%以上的订单 24 小时送达，将物流成本（对比社会物流）降低了 50%以上，流通效率（对比社会化流通）提升了 70%以上。

**竞争优势：IT 技术提升供应链效率，提供极致用户体验。**京东以科技起家，研发实力强劲。目前京东独立研发了供应商接口、供应链管理系统、配送管理系统、仓库管理系统、商业智能系统、客户关系系统等。一方面，可通过 IT 技术分析实时反馈消费者数据、库存信息、销售预测，以加强库存管理，降低库存成本。另一方面，可利用 IT 技术对消费者偏好大数据进行分析，将极致消费体验贯穿用户消费全程。

表 17：京东利用 IT 系统提升供应链效率

| IT 系统   | 功能  |
|---------|---|
| 供应商接口   | 支持关键功能，如订单跟踪和盘点，并提供数据分析                               |
| 供应链管理系统 | 销售预测，库存管理，存货重新分配，补充库存，供应商管理，供应商评估等                    |
| 配送管理系统  | 协调物流中心、配送中心、独立仓库、配送站、自提点、配送地址之间信息联动，为配送员提供信息指导        |
| 仓库管理系统  | 多个位置的库存管理、交叉对接、挑选、包装、标签和排序功能                          |
| 商业智能系统  | 充分利用庞大的客户数据库，以创建定制产品的建议，支持和推动有针对性的营销，获取新客户和提高每活跃客户的收入 |
| 客户关系系统  | 追踪客户信息（包括订单及支付记录、购买偏好以及客服代表的所有互动历史）                   |

资料来源：京东招股说明书、天风证券研究所

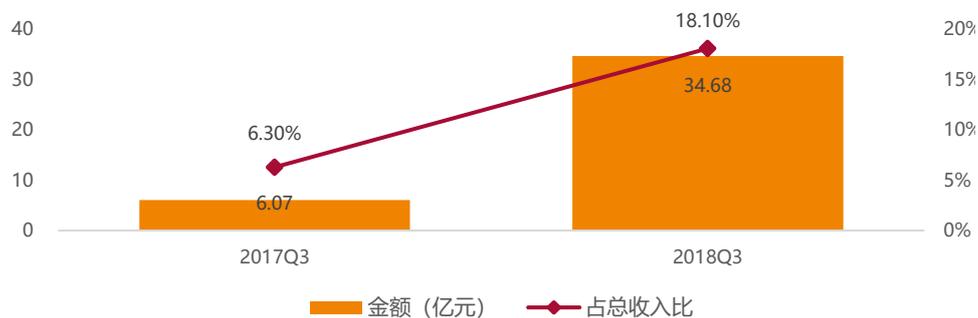
### 3.5.4. 美团快驴

**企业定位：领先生活服务电子商务平台，商家进货服务新产品。**美团点评是中国领先的生活服务电子商务平台，旗下拥有美团、大众点评、美团外卖、摩拜单车、美团跑腿、小象生鲜、榛果民宿、美团打车等 APP 产品；2016 年上线“美团快驴”，主要由 B2B 餐饮采购平台构成。

**业务模式：为外卖商家提供进货、财务对账托服务。**美团快驴是一款定位为 B 端服务的进货平台，可为美团外卖的商家提供财务对账、商品管理等服务。其中，“快驴进货”提供的进货服务产品包括米、面、粮油、餐具、纸巾、一次性用品、打印机、酒水饮料等，且以相对于市面更低的价格提供。

**业务规模：进军 B2B 业务意图明显，烧钱补贴快速扩张。**2018 年 5 月美团点评收购餐饮 SaaS 服务商——屏芯科技，增强 B 端业务；9 月，美团和腾讯联合领投快消 B2B 平台易久批（2 亿美元 D 轮融资）。美团进军餐饮 B2B 业务明显。据亿邦动力网报道，目前美团快驴订货已覆盖 21 个省，38 个城市，2018 年 4、5 月间交易额过 2 亿元。美团点评 2018 年三季度报中表示，新业务及其他分部的收入由 2017 年同期的 6 亿元增加 471.3%至截止 2018 年 9 月 30 日止三个月的 35 亿元，此乃主要由于对商家侧服务收入的增长，比如供应链解决方案和餐厅管理系统，及对消费者侧服务收入的增长。

图 44：美团点评第三季度其他业务快速增长



资料来源：美团点评三季报、天风证券研究所

**竞争优势：团购外卖积累海量商家资源，客户大数据带来信息优势。**美团在线商家 550 万，在线活跃商家超过 400 万，美团通过团购、外卖积累海量商家资源，且通过一系列解决方案增加 B 端粘性，为其进军餐饮供应链提供了天然优势。平台模式下，美团具有数据、信息化优势，通过大数据分析，能快速掌握 B\C 端客户数据，深入了解客户需求。

### 3.5.5. 美菜网

**企业定位：中国生鲜移动电商平台。**美菜网（北京云杉信息技术有限公司）于 2014 年成立，以中小型餐饮商户为切入点，专注为全国近 1000 万家餐厅提供一站式、全品类且更低价、更新鲜的餐饮原材料采购服务。

表 18：美菜网快速发展

| 时间          | 发展历程  |
|-------------|---|
| 2014 年 6 月  | 获得真格基金 1000 万元天使轮投资   |
| 2014 年 9 月  | 获得蓝湖资本数百万美元 A 轮投资   |
| 2015 年 2 月  | 获得顺为基金和蓝湖资本共数千万美元的 B 轮投   |
| 2015 年 5 月  | 覆盖城市 20 个   |
| 2015 年 7 月  | 已服务过商户超过 10 万家，为商户免费配送超过 500 万次   |
| 2015 年 8 月  | 完成 C 轮融资，四次融资累计额度已达 10 亿  |
| 2015 年 12 月 | 与海天集团成为战略合作伙伴   |
| 2016 年 1 月  | 与益海嘉里达成战略合作   |
| 2016 年 3 月  | 已服务过商户超过 50 万家，为商户免费配送超过 2000 万次。   |
| 2016 年 4 月  | 完成 D 轮融资，估值超过 20 亿美金，累计融资金额超过 20 亿  |
| 2016 年 12 月 | 与五得利面粉集团达成战略合作  |
| 2017 年 4 月  | 随着合伙人城市陆续开辟，第三方运营实体陆续入驻系统   |
| 2017 年 9 月  | 累计已服务过近 100 万家商户，覆盖全国近 50 个城市，合作伙伴超 5000 家，日包裹处理量超过 100 万个，配送次数已超 3000 万次 |
| 2018 年 1 月  | 获得 E 轮投资 4.5 亿美元  |
| 2018 年 10 月 | 获得顺为资本 10 亿元人民币战略投资   |

资料来源：公司官网、天风证券研究所

**业务模式：F2B 模式减少中间渠道，直接链接产地终端。**美菜的“F2B 模式”是指，通过自建仓储、物流、配送，直接链接田间地头和城市终端。通过自营和合作伙伴，砍掉中间环节，实现农产品从地头到餐桌的高速流通。

**业务规模：业务遍布全国，服务商户近 200 万。**美菜网业务遍布全国，现已覆盖全国近 200 个城市，服务商户近 200 万家，估值超过 70 亿美金。据美菜网 SOS 精准扶贫白皮书统计，自 2016 年至 2018 年 7 月，美菜网在内蒙古、山东、安徽、河北等 13 个地区采购滞销农产品共计 2480 万斤，产值 2280.8 万元。北京美菜采购周边贫困地区的农产品近 5000 万斤，涉及 34 个贫困地区，产值达 8700 万元。

**竞争优势：打通产业链取消中间商溢价，农业大数据反映市场需求。**美菜网自建了“两端一链一平台”，通过仓储、物流、配送一站式自营模式，打通农产品产销渠道，使农产品流通的衔接更为紧密，缩短农产品中间时间，降低损耗，也减少了层层中间商带来的溢价成本。此外，美团通过不断完善农业大数据应用，精准分析市场需求并及时反馈给农民，降低滞销风险，保障农民种植作物的产销利润最大化，也使得农产品的质量、产量就有了更大的保障。

表 19：相关企业特色鲜明

| 企业名称 | 企业定位                  | 业务模式   | 业务规模                                      | 竞争优势             |
|------|-----------------------|--|---|------------------|
| 蜀海   | 全托管运营服务的供应链企业         | 上游集中采购，通过自有仓储和中央厨房进行分拣、加工；下游通过自有 B2B 平台下单，再由冷链物流配送交付 | 2017 年与海底捞的关联交易额 26 亿元人民币                 | 全品类全区域服务、海底捞背书   |
| 永辉超市 | 零售业为龙头，现代物流为支撑的大型零售集团 | 全国统采+区域直采的模式、“基地-物流中心-终端门店”供应链体系                     | 2017 年永辉物流有限公司营业收入 75.52 亿元，营业利润 4.37 亿元  | 与上游供应商深度合作锁定优质资源 |
| 京东   | 大型综合型电商平台             | 自建物流+第三方配送   | 物流大件和中小件网络实现行政区县 100%覆盖，自营配送服务覆盖全国 99%的人口 | IT 技术提升供应链服务效率   |
| 美团快驴 | 领先生活服务电子商务平台          | 进货平台，为外卖商家提供财务对账、商品管理等服务                             | 已覆盖 21 个省,38 个城市,2018 年 4、5 月间交易额过 2 亿元   | 客户大数据带来信息优势      |
| 美菜网  | 中国生鲜移动电商平台            | F2B 模式直接链接田间地头和城市终端                                  | 已覆盖近 200 个城市，服务商户近 200 万，估值超过 70 亿美金      | F2B 模式、农业大数据     |

资料来源：公司公告、公司官网、天风证券研究所

## 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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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       | 上海市浦东新区兰花路 333       | 深圳市福田区益田路 5033 号     |
| 邮编：100031            | 号保利广场 A 座 37 楼       | 号 333 世纪大厦 20 楼      | 平安金融中心 71 楼          |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071            | 邮编：201204            | 邮编：518000            |
|                      | 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 |