

火锅产业链之上游：规模受益餐厅扩张，蜀海打造供应链标杆

火锅产业链上游：市场空间受益下游餐厅规模扩张

火锅产业链上游主要包括为火锅餐厅提供食材，负责种植、养殖的农牧企业，以及负责食材采购、研发设计、食品加工、仓储配送的餐饮供应链企业。

火锅食材市场空间深度受益下游火锅餐厅的扩张，按整个火锅餐厅市场平均约 35% 的原材料支出占比，10% 的净利率以及目前约 6000 亿元的市场规模，估测目前火锅原材料市场的空间约 1900 亿元。预计至 2022 年，火锅餐厅市场规模提升至约 8000 亿元，则火锅原材料市场扩大至约 2500 亿元。并且标准化的餐饮供应链或成为未来重要的发展趋势，餐饮供应链潜在市场规模较大。

火锅上游市场呈现出新的发展趋势：（1）上游农牧企业逐渐向下延伸产业链；（2）食品安全问题助推标准化餐饮供应链的发展；（3）龙头餐饮供应链开始向上下游延伸；（4）餐饮供应链平台化和品牌价值凸显；（5）供应链加强自身研发能力；（6）总体发展水平仍偏低，龙头企业望形成较强竞争优势。

火锅餐厅龙头布局全产业链

如海底捞、呷哺呷哺、小龙坎、德庄等火锅餐厅龙头品牌开始向上游拓展，注重打造火锅全产业链。海底捞通过在产业链各个环节的关联公司形成对产业链较强的控制力，上游通过扎鲁特旗海底捞供应食材，蜀海供应链采购、加工和仓储配送；呷哺呷哺在全国设立总仓及分仓，打造三级配送体系，严控食材源头；小龙坎、德庄等也加强供应链体系的打造，促进标准化仓储配送。

蜀海供应链：餐饮供应链标杆

蜀海供应链为海底捞的关联公司，2018 年销售额约 50 亿元，专注餐饮食材 B2B，定位优选食材。近年来，积极拓展下游客户，合作数百客户，品牌效应不断增强；公司致力于餐饮标准化，要求从产地化管理到仓储配送全流程标准化，功能逐渐丰富；多维度打造标准化配送体系，在全国广泛布局物流网络、重点打造冷链系统，目前全国 17 个冷链物流中心，1000 余辆车辆，数十万平多温区物流中心，三大创新研发中心。

蜀海供应链具备产业链协同能力强、科技元素突出、研发能力强、品牌和规模效应强、食品安全控制严格等优势。在餐饮供应链产业，具备较强的品牌流量、较高附加值、柔性生产能力以及平台优势等比较优势。

风险提示：新技术、渠道等对目前市场的冲击；食品安全问题；监管政策等。

休闲服务

维持

买入

贺燕青

heyanning@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

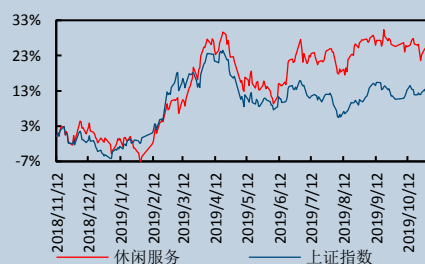
执业证书编号：S1440519010001

研究助理 陈如练

chenrulian@csc.com.cn

发布日期：2019 年 11 月 13 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、火锅产业链上游：受益下游餐厅规模扩张	1
（一）火锅食材市场受益下游餐厅扩张	1
（二）火锅产业链上游发展趋势	2
1、食材供应企业逐步延伸产业链	2
2、食品安全问题助推餐饮供应链发展	3
3、餐饮供应链向上下游延伸	4
4、餐饮供应链平台和品牌价值凸显	5
5、餐饮供应链加强研发能力	5
6、餐饮供应链整体发展水平偏低	5
二、火锅餐厅龙头布局全产业链	6
（一）海底捞全产业链布局	6
（二）火锅龙头注重供应链打造	7
1、呷哺呷哺精挑食材，打造三级配送体系	7
2、主要火锅龙头积极布局供应链	8
三、蜀海供应链：餐饮供应链标杆	10
（一）借助海底捞品牌优势快速发展	10
1、开拓客源，定位清晰	10
2、产品丰富，注重创新	12
（二）致力于餐饮供应链标准化	13
1、追求全过程标准化	13
2、学习 Sysco：合作食材源头，拓展运营网络	13
（三）多维度打造标准化配送体系	14
1、物流网络全国广泛布局	14
2、重点打造冷链物流系统	14
3、全天候服务跟踪	15
4、可视化物流系统	15
（四）蜀海供应链核心优势	15
1、延伸产业链，协同作用更强	15
2、科技突出，模式优化	16
3、研发能力较强	18
4、品牌和规模优势大	18
5、严格控制食品安全	19
（五）蜀海供应链在餐饮供应链赛道差异化明显	20
1、绑定龙头餐厅品牌，尽享流量协同优势	20
2、增值服务提升附加值	20
3、流程标准化及规模优势节约成本	20
4、客户范围广，可柔性生产	21
风险提示	21

图表目录

图表 1: 上游供应链职能多元化	1
图表 2: 上游原材料受肉类产品成本影响较大	2
图表 3: 以海底捞为例火锅中原材料成本占比大	2
图表 4: 新希望美好自热小火锅	3
图表 5: 海欣自煮小火锅	3
图表 6: 生鲜食品安全问题主要原因	4
图表 7: 以农药为例, 产地化管理涉及较多环节	4
图表 8: 蜀海供应链从各个环节入手做餐饮标准化	4
图表 9: 各餐饮供应链企业优劣势	5
图表 10: 扎鲁特旗地区环境优质	6
图表 11: 扎鲁特旗畜牧资源丰富	6
图表 12: 海底捞在产业链各环节深度布局	6
图表 13: 锡林郭勒草原环境优质	7
图表 14: 呷哺呷哺花生产地花生品质优良	7
图表 15: 呷哺呷哺三级配送体系	8
图表 16: 与大型畜牧业合作保证食材源头质量	8
图表 17: 小龙坎老火锅合作四川农业大县仁寿县	8
图表 18: 公司发展历程荣获较多荣誉	10
图表 19: 蜀海供应链关联交易额不断提升	11
图表 20: 蜀海供应链与客户合作模式	11
图表 21: 提供整体食材供应链解决方案	11
图表 22: 涉及产品种类丰富	11
图表 23: 蜀海供应链部分合作品牌	12
图表 24: 蜀海供应链菜品规划	12
图表 25: 蜀海供应链特色菜品食材	12
图表 26: 蜀海供应链从产地至配送全过程标准化	13
图表 27: Sysco 与农场及食品公司建立合作关系	14
图表 28: Sysco 运营点广泛分布, 深度分销	14
图表 29: 蜀海供应链全国范围的布局 (2017 年)	14
图表 30: 蜀海供应链全天候服务	15
图表 31: 零担配送大幅提升配送效率	16
图表 32: 蜀海供应链 (北京房山) 新仓开业	17
图表 33: 设备更加智能化	17
图表 34: 从入库到出库全程智能化操作	17
图表 35: 蜀海供应链的产品打造策略	18
图表 36: 蜀海供应链为客户提供相关分析	18
图表 37: 蜀海供应链平台和一站式优势突出	19
图表 38: 蜀海供应链专设品保部门	20
图表 39: 蜀海供应链严格的供应商管理和筛选制度	20

表 1： 国家关于食品安全领域的相关政策	3
----------------------------	---

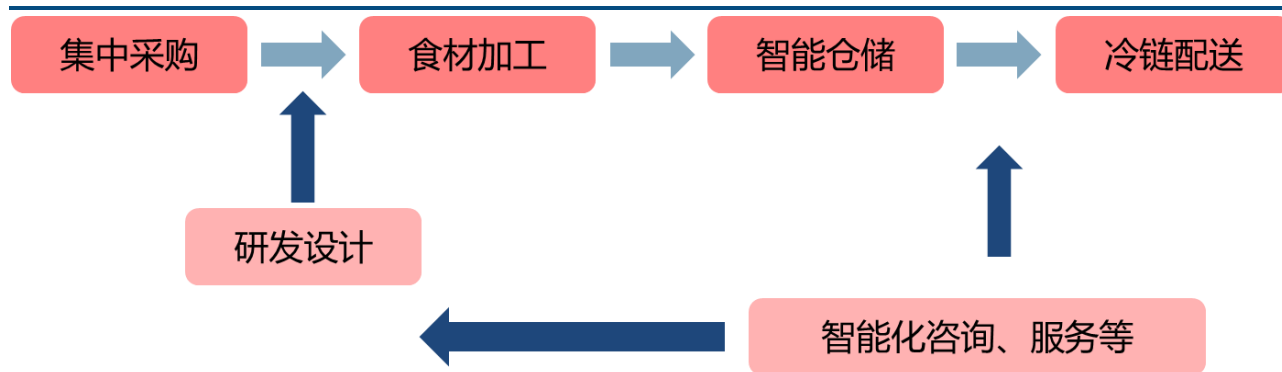
一、火锅产业链上游：受益下游餐厅规模扩张

（一）火锅食材市场受益下游餐厅扩张

火锅产业链上游主要包含为火锅餐厅提供原材料和食材、负责肉类和蔬菜种养殖的农牧企业，对食材进行简单加工、提供食材配送和仓储的供应链企业等，采购的食材主要为肉类原料、粉类原料和蔬菜原料等。火锅产业链的上游核心竞争力主要体现在食材新鲜度、采购议价能力、对供应商的影响力、仓储配送能力、保鲜能力、配送覆盖度和规模、供应链一体化能力等。

随着火锅产业链上游与中下游结合越来越紧密，火锅上游企业的定位和职能多元化，包括食材集中采购、食材加工、食材研发设计、智能仓储、智能配送、冷链等物流及基础设施建设、智能化咨询和金融服务等。

图表1：上游供应链职能多元化

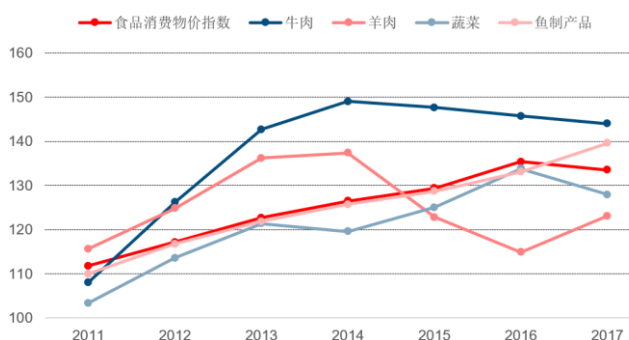


资料来源：中信建投证券研究发展部

火锅食材市场空间深度受益下游餐厅扩张。源头食材供应端的市场竞争相对分散，市场空间较大。同时，食材供应链平台随着餐饮标准化的趋势，在产业链中所扮演的角色越来越重要，未来潜在市场巨大。从目前火锅行业整体的原材料成本占比看，约占总支出的 35%，而火锅全行业的净利率受到近年龙头快速扩张的影响，目前仅 10%左右，按目前火锅餐厅市场空间约 6000 亿元计算，目前火锅原材料市场空间约 1900 亿元。

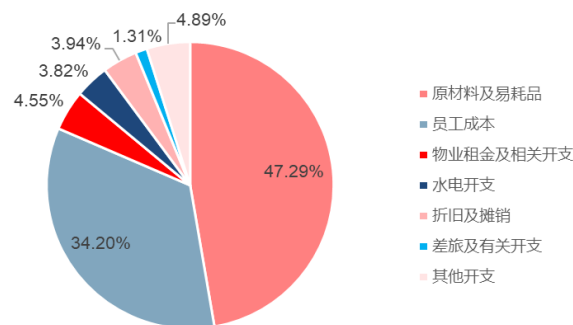
原材料成本是火锅企业成本中占比最大的环节之一，故上游原材料价格的波动对于火锅企业的整体成本影响较大，火锅原材料主要包括以牛羊肉为主的肉类、鱼类产品以及蔬菜类产品等。而除了原材料市场价格的波动外，火锅企业对于上游食材供应商的议价权以及整体的供应链管控能力同样直接影响火锅企业的成本。

图表2：上游原材料受肉类产品成本影响较大



资料来源：海底捞招股书，中信建投证券研究发展部

图表3：以海底捞为例火锅中原材料成本占比大



资料来源：海底捞招股书，中信建投证券研究发展部

考虑火锅各项成本占总支出比例相对稳定，预计到 2022 年，火锅餐厅整体市场达 8000 亿元，上游原材料市场约达 2500 亿元。

未来，火锅上游市场的空间一方面随火锅餐厅市场快速扩张而扩大规模，另一方面随着生鲜供应的需求扩大，餐饮供应链发展或成为大趋势，其自身能够提供的食品种类和进入场景更加丰富，不仅对接火锅餐厅，其他的餐厅类型甚至零售渠道也可以对接，餐饮供应链自身的平台化优势更加明显，潜在市场空间或达万亿。

（二）火锅产业链上游发展趋势

1、食材供应企业逐步延伸产业链

位于上游的众多食材原料供应企业开始延伸产业链，通过自身生产和研发能力的提升，扩充食品品类，同时也积极开发半成品及成品火锅制品，通过自热小火锅、自热食品等产品扩大品牌影响力。

海欣食品主业为生产经加工的火锅料制品，尤以鱼类产品最有特色，其在上游食品采购以及生产领域同样有所布局，公司在福州金山、浙江舟山、漳州东山和浙江嘉兴设有 4 个占地共 200 多亩的生产基地，完成从原料鱼采购加工到鱼糜制品研发制造的产业链搭建。公司拥有自己的海捕基地，对食材供应的源头有较强的控制力，且专注于渔业制品，形成较有特色的上下游联动。另外，公司也开始推出自煮小火锅等零售端的产品，向下游延伸产业链。

新希望立足农牧产业，业务涉及饲料、养殖、肉制品以及部分金融和商贸等业务，作为以养殖和肉制品供应为主业的公司，其逐渐增加对产品加工和半成品、成品生产领域的探索，延伸产业链，推出“美好”品牌的自热小火锅，提升在零售端影响力。食品领域，公司发力火锅餐饮，大力开发湾仔码头、海底捞、永辉超市等火锅、餐饮渠道大客户开发，提升非批市渠道占比。

上游农牧或食材供应企业向下延伸产业链，或进军零售渠道，有助于其自身品牌价值的提升，同时也可借助加工环节提升附加值，拓宽产品品类，长期看，有助于提升产业链一体化的能力。

图表4：新希望美好自热小火锅



资料来源：京东，中信建投证券研究发展部

图表5：海欣自煮小火锅



资料来源：京东，中信建投证券研究发展部

2、食品安全问题助推餐饮供应链发展

政策对于食品安全的发展至关重要。国家近年出台一系列规范和监督食品安全的法规政策，涉及食品安全、食品生产加工企业质量安全、食品生产经营日常监督等方面，进一步提升食品安全监管力度，使全行业的食品安全壁垒有所提升。同时，食品安全问题也将更多得到餐饮企业和产业链的关注。

表 1：国家关于食品安全领域的相关政策

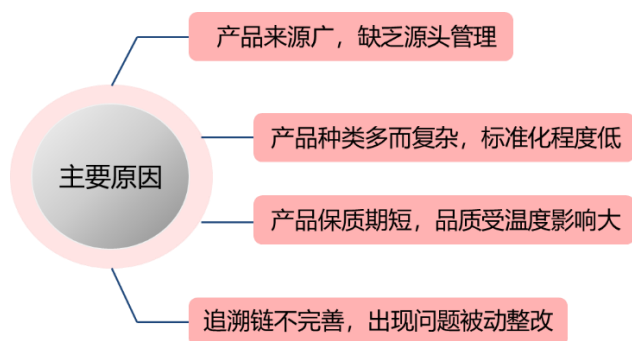
名称	颁布单位	颁布时间
《中华人民共和国农产品质量安全法》（2018 年修订）	全国人大常委会	2018 年
《中华人民共和国产品质量法》（2018 修订）	全国人大常委会	2018 年
《中华人民共和国食品安全法》（2018 修订）	全国人大常委会	2018 年
《国务院关于加强食品等产品安全监督管理的特别规定》	国务院	2007 年
《食品生产加工企业质量安全监督管理实施细则（试行）》	质检总局	2005 年
《食品安全管理体系认证实施规则》	认监委	2010 年
《食品召回管理办法》	食药总局	2015 年
《食品药品投诉举报管理办法》	食药总局	2016 年
《食品安全信用信息管理办法》	食药总局	2016 年
《食品生产许可审查通则》	食药总局	2016 年
《食品生产经营日常监督检查管理办法》	食药总局	2016 年
《食品生产许可管理办法》（2017 修订）	食药总局	2017 年
《食品经营许可管理办法》（2017 修订）	食药总局	2017 年
《预包装食品标签通则》	卫生部	2011 年
《预包装食品营养标签通则》	卫生部	2011 年
《食品生产通用卫生规范》	国家卫计委	2013 年
《食品添加剂使用标准》	国家卫计委	2014 年
《食品安全国家标准复合调味料》	国家卫计委	2018 年

资料来源：各部门网站，天味食品招股书，中信建投证券研究发展部

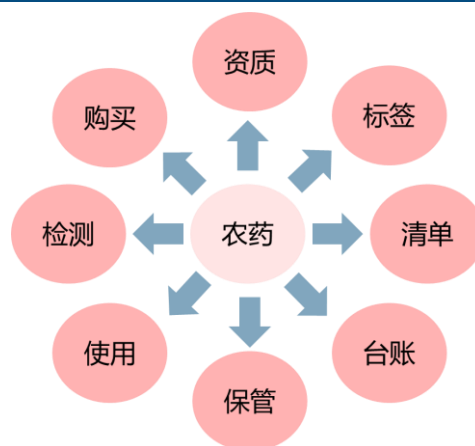
餐饮行业整体发展以及火锅行业发展都面临食品安全问题的威胁，而食品安全问题在当前餐厅品牌连锁扩张数量较大的趋势下，发生的概率有所提升，一旦连锁餐厅的单个门店发生食品安全问题就可能危及整个品牌的价值。**餐饮供应链的运用和标准化能够较好实现对食品安全的控制。**

生鲜食品安全主要由于缺乏源头管理、标准化程度低、保质期短、追溯链不完善等原因造成。而标准化供应链及产地化管理等能够很好缓解食品安全问题，但标准化且高效安全的供应链建立需要投入较多精力。以农药为例，产地化管理涉及的因素较多，需要对供应链管理有较长期的投入和建设。

图表6： 生鲜食品安全问题主要原因



图表7： 以农药为例，产地化管理涉及较多环节



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

3、餐饮供应链向上下游延伸

餐饮供应链为增强对产品的管控能力，积极往上下游延伸。目前龙头供应链开始在上游建设专属的种植和养殖基地，或与农牧企业进行合作，挑选食材、把控质量。下游与火锅餐厅建立较深的联系，加强供应链的管控和监督。通过向上下游延伸，增强自身的流量效应。

例如蜀海供应链等具有较强品牌效应的餐饮供应链致力于餐饮标准化，而餐饮标准化要求从原料采购到下游餐厅门店的各个环节做到标准化，故而平台型餐饮供应链逐步向上下游拓展，积极寻求对各个环节的掌控力。

图表8： 蜀海供应链从各个环节入手做餐饮标准化



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

4、餐饮供应链平台和品牌价值凸显

餐饮供应链更趋平台化，整合上下游资源，并以此增强自身的品牌价值，从而具备挑选上游食材供应商和向下游配送的承运商的能力，能够更好实现严格管控。餐饮供应链的平台效应增强，能够更好的整合上下游的资源，利于标准化餐饮供应链的形成，有利于提高效率并且最大程度的保证食品安全。

龙头餐饮供应链凭借较强竞争优势在行业内产生较强的品牌效应，利于提升对上下游的影响力。

5、餐饮供应链加强研发能力

供应链平台不断加强自身研发能力，在生产加工能力、食材及食品品类、安全监管、供应链管理等方面进一步拓展。例如通过研发，大幅提升食品供应的种类、形态等，以蜀海供应链为例，其 SKU 多达上万种，其他部分上游企业也逐渐推出半成品或成品食品或更多种类的食材供应。同时，蜀海供应链凭借研发优势，在供应链数字化管理、食品安全监控等领域较领先。

研发优势为餐饮供应链企业带来更强的数据处理能力、更好的仓储配送监管体系、更多的人工智能和科技因素、更低的运营成本等，形成自身的竞争优势。

图表9： 各餐饮供应链企业优劣势

	优势	劣势
轻资产模式-平台服务 	营收来源自平台在提供的信息流动、对接及运营服务时所获取的“媒合费”，投入成本较低；	获客成本较高，前期推广及补贴花销较多； 花费较大成本在用户信息仲裁上；
轻资产模式-数据管理系统 	企业主要营收来源自贩卖系统，设计系统上需投入的成本较低； 资产上与第三方企业进行合作，更易满足行业需求；	对于是否使用、如何使用供应链数据管理系统，在餐饮行业的从业者中情形各异； 前期沟通成本较高；
重资产模式 	服务层面较为全面，垂直单项服务深度打造； 通过资产与数据系统的结合，更好地服务行业；	固定资产的建立投入成本较高； 后期服务需达到快速反应，需投入更高精力；

资料来源：亿欧，中信建投证券研究发展部

6、餐饮供应链整体发展水平偏低

从我国餐饮供应链市场整体看，火锅产业链以及整个餐饮产业链都存在因为行业属性带来的集中度偏低、基础设施建设较薄弱，科技水平较低，建设成本较高，配套的规范政策不足等问题。且过往的餐饮供应链运营模式较传统，对于平台打造和上下游的资源整合不够重视，科技研发投入普遍不足，整体上我国餐饮供应链目前仍处在较低的发展水平上，龙头供应链企业有望凭借较强的科技研发实力、品牌优势、上下游资源整合能力等取得较大的比较优势。

二、火锅餐厅龙头布局全产业链

火锅产业链下游知名的火锅品牌如海底捞、呷哺呷哺、小龙坎等，均逐步向上游延伸布局全产业链，海底捞通过关联公司蜀海供应链等，建立了强大的供应链管控平台；呷哺呷哺建立了全国范围内的总仓和分仓管理体系和三级配送体系，并且也与特定的食材供应商进行合作以保证质量；小龙坎着力于供应链标准化，通过选材标准化和加工标准化，以及火锅底料和核心菜品总部供应等方式提升供应链管控能力。

（一）海底捞全产业链布局

上游扎鲁特旗海底捞提供畜牧养殖和肉类。例如海底捞旗下的扎鲁特旗海底捞，为公司的附属子公司，主要业务包括预包装食品、速冻食品、牛羊肉及其副产品加工、牛羊屠宰、相关销售等。2017 年海底捞为其支付了高达 7000 万元的羊肉费用。2015-2017 年，海底捞向扎鲁特旗海底捞购买羔羊肉购买额分别为 707 万元、6050 万元、7100 万元。扎鲁特旗海底捞作为海底捞附属公司，与下游餐厅以及海底捞全产业链的其他附属或关联公司联系紧密。

图表10：扎鲁特旗地区环境优质



资料来源：百度图片，中信建投证券研究发展部

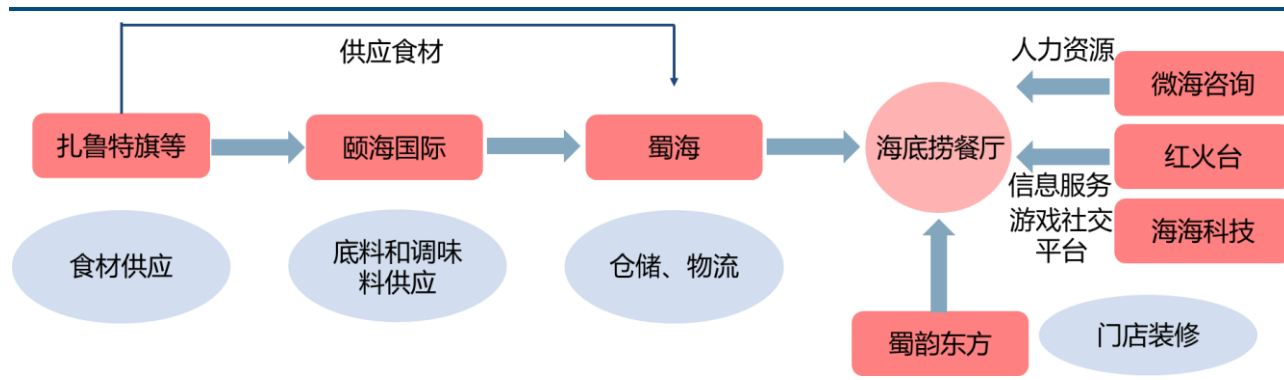
图表11：扎鲁特旗畜牧资源丰富



资料来源：百度图片，中信建投证券研究发展部

海底捞还在全国拥有自己的直供蔬菜基地，基地的种植计划与前端门店计划实现协同，基地每种蔬菜的播种和采摘均有严格时间计划。海底捞在火锅上中下游的附属公司及关联公司均深度受益产业协同效应。

图表12：海底捞在产业链各环节深度布局



资料来源：中信建投证券研究发展部

（二）火锅龙头注重供应链打造

1、呷哺呷哺精挑食材，打造三级配送体系

以呷哺呷哺为例，“秘制酱料+11道羊肉工序”等食材端的精挑细选造就了其高品质食材的优势。公司选用食材的质量上乘，独特的酱料从原产地到加工工序再到最终配方都十分考究，其原料花生产于享誉“青岛后花园”美名的平度，土壤肥沃、光照充足，产地选送的花生到达加工厂后要经过多道工序，为保证秘制调料口感与健康品质，坚持不添加防腐剂。

公司羊源主要来自其战略合作伙伴锡林郭勒盟威远畜产品有限责任公司，位于有“天堂草原”美誉的锡林郭勒盟天然牧场。在生产车间，11道生产工序以及严格的监管标准确保羊肉的高品质。

图表13：锡林郭勒草原环境优质



资料来源：内蒙古新闻网，中信建投证券研究发展部

图表14：呷哺呷哺花生产地花生品质优良

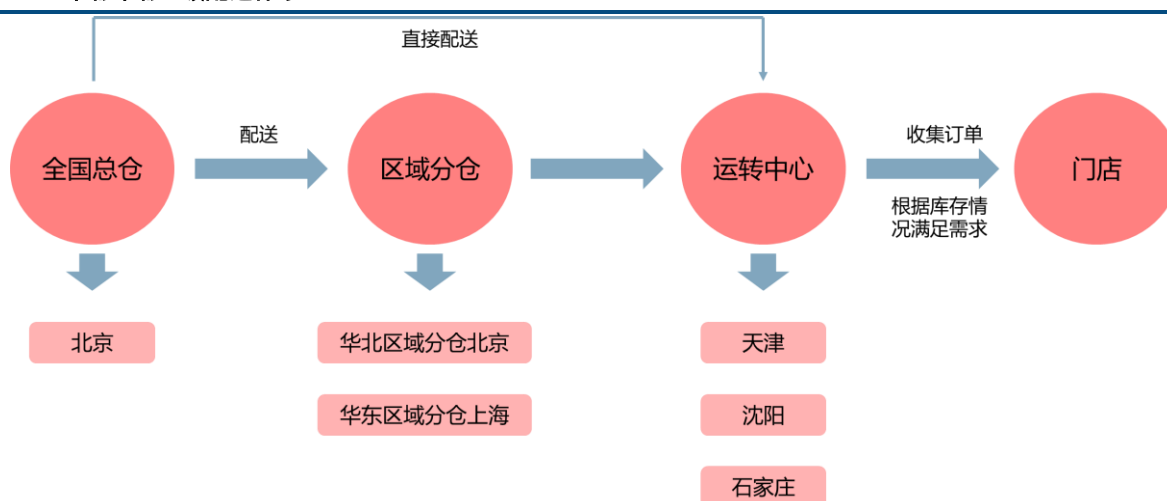


资料来源：人民网，中信建投证券研究发展部

强大的供应链管控能力助力成长。呷哺呷哺主要通过构建三级网络架构配送体系、控制仓储环节来保证库存稳定及供应的节奏，通过完备的机制和监管实现对于供应链的较强管控力。呷哺呷哺所用食材从生产、运输到消费整套环节，都由公司IT系统监控并记录数据，且定期分析结果、及时调整，以实现效益最大化。

呷哺呷哺三级网络架构配送体系打造规范化模式。为了力求公司的运营规范化和标准化，呷哺呷哺只做直营店，在整个餐饮链条上力求高度标准化和规范化，以同样的标准来保证品牌品质。呷哺呷哺设置了全国总仓——区域分仓——运转中心三级网络架构。全国总仓以及华北区域分仓设置在北京，华东区域分仓设置在上海，天津、沈阳、石家庄设置了运转中心。根据当地市场门店数量、布局、食材消耗量以及配送成本综合考虑并建立配送网络。根据配送半径以及对成本的衡量，总仓可以将货品配送到区域分仓，也可以直接配送到运转中心。运转中心负责收集门店的订单，并且将订单进行分解，根据自己的库存满足门店需求。随着门店数量增多，运转中心辐射能力加大，分摊到每家门店的费用减低。

图表15： 呷哺呷哺三级配送体系



资料来源：中信建投证券研究发展部

为保证食材的新鲜，呷哺呷哺 2010 年之后即开始建立“农餐对接”的模式。北京呷哺呷哺 2010 年后即成为北京农餐对接的试点单元。据相关资料，呷哺呷哺自身建立了冷链物流配送中心和农业合作社相连接的供应链运营系统，运用网络信息使配送率达到 100%。农餐对接的模式也在不断扩大规模，呷哺呷哺等试点单位有望进一步渗透到上游食材端，以保证食材新鲜度。

以蔬菜为例，向食材源头布局大幅提升配送效率，保证新鲜度。呷哺呷哺的蔬菜农作物运作模式：（1）午时 12 点前餐厅门店订单经过程序系统发送到物流配送中心，订单经物流和采购环节的汇总后发送至农产品种植基地；（2）基地当天完成准备和分拣环节，当晚运输回物流配送中心；（3）物流中心完成分拣等环节；（4）第二日早 8 点前配送至餐厅门店。

2、主要火锅龙头积极布局供应链

由于火锅产业链的上游涉及到畜牧产业、农副产业，故而部分火锅企业还需要与农业县区等签订合作协议。通过与食材供应商的直接签约，可以保证尽可能减少中间环节的介入，提升火锅原材料供应的品质。但此种方式对于火锅企业自身供应链的构建能力和管控能力都提出了较高要求。

图表16： 与大型畜牧业合作保证食材源头质量



资料来源：百度图片，中信建投证券研究发展部

图表17： 小龙坎老火锅合作四川农业大县仁寿县



资料来源：百度图片，中信建投证券研究发展部

下游知名的火锅餐厅品牌也开始寻找稳定且可长期合作的供应链伙伴，以加强对供应链以及整个产业链的控制。2019 年 6 月，聚食惠与苏州德庄火锅就食材供应链领域签约合作，苏州德庄数十家直营和加盟店与聚食惠合作，可以在仓储、配送和食材质量上实现效率提升。德庄作为火锅行业的龙头品牌之一，近年来也积极在中游推出火锅料产品，并且布局零售渠道，在上游也逐渐开始布局，以期提升全产业链协同能力。

扩张速度较快，店面突破千家的小龙坎也致力打造供应链标准化。小龙坎在菜品供应上采取火锅底料和核心菜品必须总部供应，应季蔬菜可由合作伙伴在当地采购的标准。另外，其供应链除了供给自有门店和合作伙伴外，还开放了部分产能以提供市场化运作，同样顺应了龙头供应链在保证自身供给的情况下开拓第三方渠道的趋势。

小龙坎的供应链标准化主要体现在，（1）选材标准化：从采购开始即严把质量关，优选食品，零风险鉴别所采购食材。产品均具有 QS 生产许可，由第三方监管体系进行监管，使客户能够追溯到采购和食材源头；（2）加工标准化：从食材选料、清洗筛选到加工工艺均严格标准化。

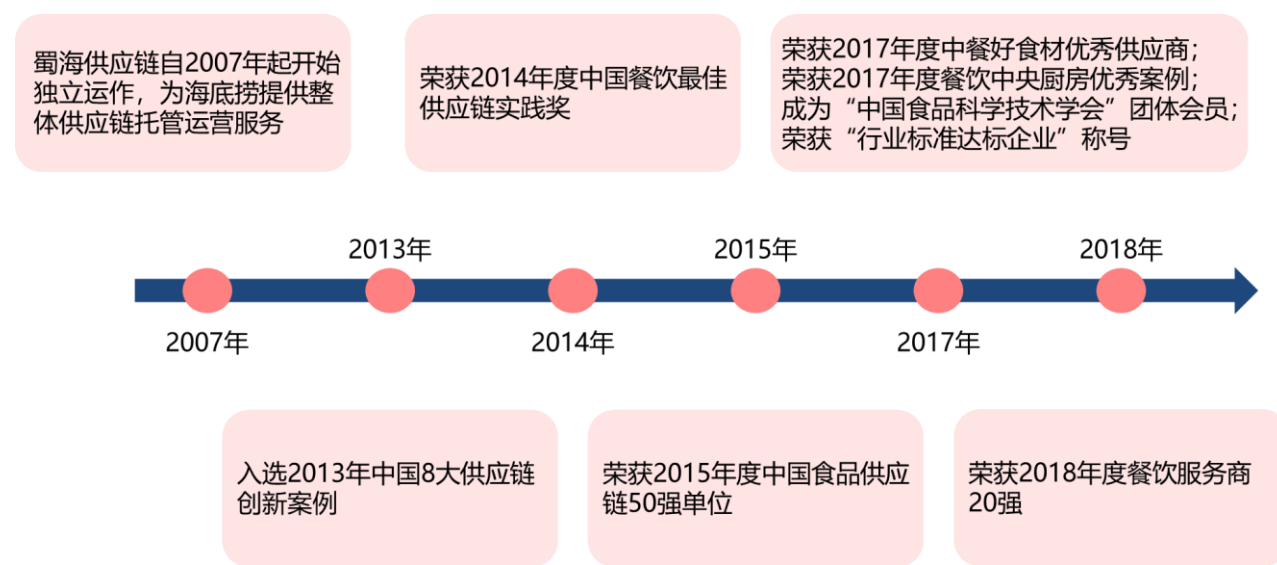
三、蜀海供应链：餐饮供应链标杆

（一）借助海底捞品牌优势快速发展

1、开拓客源，定位清晰

蜀海（北京）供应链管理有限责任公司是海底捞的关联公司，蜀海供应链成立于 2011 年 6 月，专注于餐饮食材 B2B。主要业务模式是基于海底捞和其他合作的三方客户的标准化中央厨房系统，通过自身综合化功能为下游餐饮企业提供食材的初加工和部分深加工服务，并进行仓储和配送。蜀海供应链目前对上游供应商集中采购并逐渐渗透到养殖环节，通过自有仓储及中央厨房系统，对部分食材进行分拣，加工，将产品标准化或半成品化，用户通过蜀海供应链自有平台预订支付后，蜀海供应链通过第三方冷链物流进行配送交付。蜀海供应链包括食品加工中心、底料加工厂、蔬菜种植基地以及羊肉加工厂等。据相关资料，2018 年全年蜀海供应链销售额预计约 50 亿元，甚至超过很多头部火锅餐厅品牌的销售额。

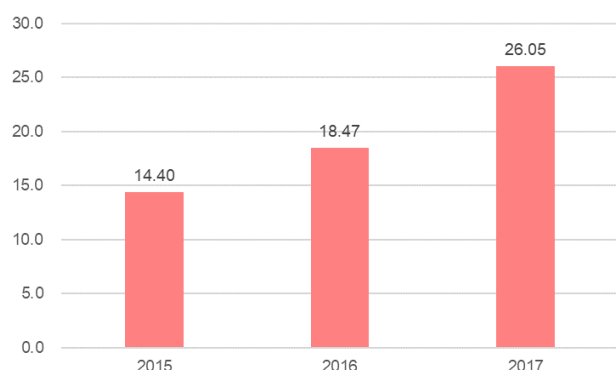
图表18： 公司发展历程荣获较多荣誉



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

从定位看，蜀海供应链的定位在于选材领域，即为客户选到性价比最高的食材。蜀海供应链会做一定的全球采购，包括肉类、水产等。目前也逐渐向上渗透到食材种植领域和深度加工领域。

图表19：蜀海供应链关联交易额不断提升



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

图表20：蜀海供应链与客户合作模式



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

蜀海供应链最早仅为关联方海底捞提供食材的供应，几年前开始拓展其他的餐饮客户，到目前为止，蜀海所合作的客户超过 300 个，其中包括较多知名品牌，如 7-11，火焰山、九毛九、胡大等。蜀海供应链以拥有三家门店以上的连锁餐饮企业为目标客群，拥有遍布全国的现代化冷链物流中心，在产业链上游具有多样化、综合性的功能。

图表21：提供整体食材供应链解决方案



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

图表22：涉及产品种类丰富



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

蜀海供应链与关联企业海底捞有异曲同工之处，对于员工培养和团队打造非常重视。尤其对于产品经理等相关领域的较重要的人员，对其专业度提出非常高的要求。

图表23：蜀海供应链部分合作品牌



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

图表24：蜀海供应链菜品规划



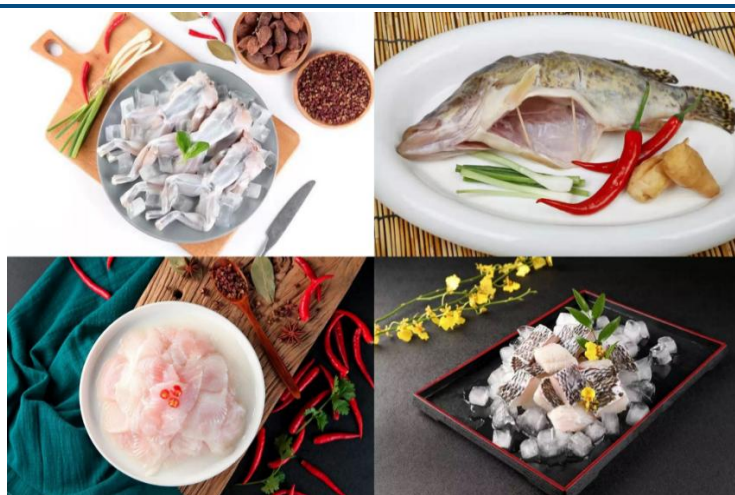
资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

2、产品丰富，注重创新

产品种类丰富。根据相关资料，蜀海供应链开始以 B2B 模式服务也仅约 4 年时间，产品种类包括了生肉制品、水产品、酱料、净菜等，包含上万个 SKU，服务国内上千家连锁门店，由于整体的食材加工偏标准化，上游也多为集中采购，加工工厂的流程和操作也更加标准化，在人工成本上较为节省，加工商品的溢价程度相对也不高。

蜀海供应链利用自身的研发能力和创新能力，保障食材种类丰富且受欢迎程度高。几大明星产品，如液氮速冻牛蛙，有效解决活蛙宰杀后锁鲜的难处，以零下 196 摄氏度液氮与牛蛙接触后快速带走热量，使其在 2-15 分钟内冻结，保持质地新鲜；鲜鱼冷冻技术最大程度保障鱼的口感和品质；“爆品状元”腌制巴沙鱼片，优选越南供应商，配合腌制、滚揉工艺等；蜀海供应链在 18 年成立火锅事业部，推出新爆品罗非鱼，从养殖到加工、出品全程检验。

图表25：蜀海供应链特色菜品食材



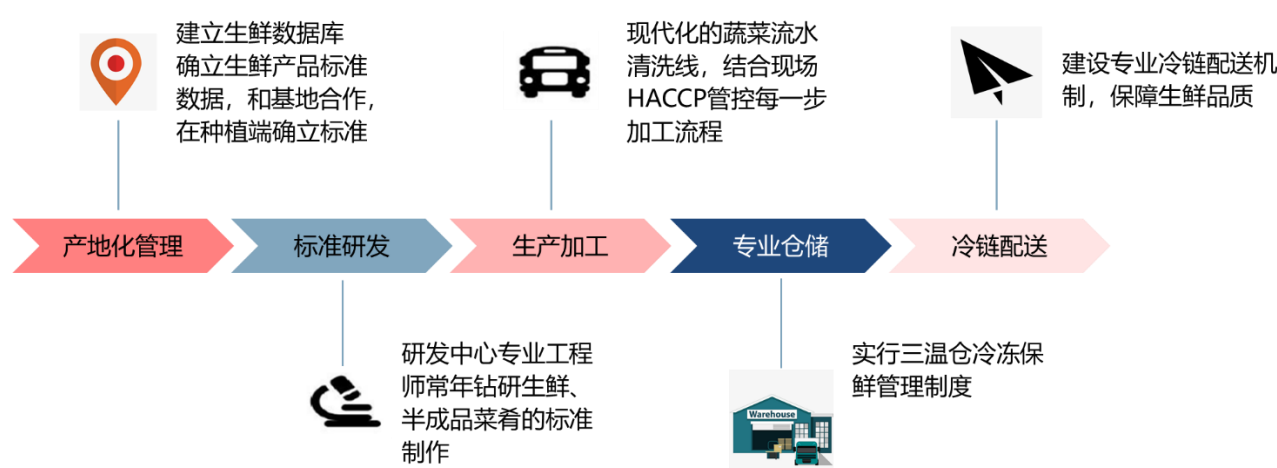
资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

（二）致力于餐饮供应链标准化

1、追求全过程标准化

一体化功能丰富，致力打造供应链标准化。蜀海供应链的职能主要是为餐饮上下游企业在包括商品信息、仓储配送、研发加工、金融等方面提供完整的后端供应链服务。商品服务包括为餐厅提供品类丰富的商品；信息服务包括餐饮老板可通过手机登录进入蜀海供应链的后台对接系统，可以实现在蜀海供应链后台查询库存、在线下单等操作；仓储配送服务也是蜀海供应链所能提供的重点服务之一；金融服务主要包括蜀海供应链可作为第三方平台，提供如存货抵押、保理融资、仓单质押、待采融资等几种较成型的融资模式，帮助餐饮企业解决融资难和资金问题。公司以餐饮供应链标准化为目标，追求从产地到配送端的供应链全过程标准化。

图表26：蜀海供应链从产地至配送全过程标准化



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

2、学习 Sysco：合作食材源头，拓展运营网络

从蜀海供应链自身看，其一直坚持进行创新和改善，包括学习美国餐饮供应链巨头 Sysco，蜀海供应链也一直保持着团队内部培养、优化菜单分析、产品研发持续推进、厨房动线涉及打造等方面的投入。全球最大食品供应商 Sysco 通过与农场和当地食品公司进行合作来增强对食材品质的把控，同时在北美地区建立了较为广泛的分销渠道和运营点，这与国内目前餐饮供应链的发展模式也比较相似。蜀海供应链通过与上游海底捞附属公司或种植基地等的合作，以及自身的平台优势，加强对食材端的掌控，同时顺应海底捞餐厅的快速扩张，积极拓展仓储和配送的运营点，扩大配送范围。

图表27: Sysco 与农场及食品公司建立合作关系



资料来源: 联商资讯, 中信建投证券研究发展部

图表28: Sysco 运营点广泛分布, 深度分销



资料来源: 农世界网, 搜狐, 中信建投证券研究发展部

(三) 多维度打造标准化配送体系

1、物流网络全国广泛布局

目前蜀海供应链在全国已布局 17 个冷链物流中心, 分别位于北京、上海、成都、西安、郑州、武汉、东莞等地, 目前配送覆盖超百个城市, 日吞吐达到约千吨, 拥有总面积达数十万平方米的多温区物流中心, 总运力超 1000 辆不同车型的冷藏车和常温车; 由于海底捞现在已布局进入全国上百个城市, 蜀海供应链也基本可以实现覆盖, 蜀海的供应链能力随着海底捞餐厅近年的快速扩张, 预计也将快速提升。

图表29: 蜀海供应链全国范围的布局 (2017 年)



资料来源: 蜀海供应链, 中信建投证券研究发展部

2、重点打造冷链物流系统

蜀海供应链重点打造了全城冷链物流系统, 保障全部运输环节的保鲜, 同时, 所有物流中心也均建造了大

型冷仓，保证仓储过程中的保鲜。在运输工具上，蜀海供应链引入多种含冷藏功能的车型，并且会根据运送物品本身的属性和对于温湿度的要求进行管理控制，目前公司拥有超 1000 辆不同车型的冷藏车和常温车。蜀海供应链的冷链物流系统建设较充分，能够最大程度的保障产品从仓储到运送所有节点的新鲜和可控。

3、全天候服务跟踪

蜀海供应链的定时定点班车具备产地直发，覆盖仓库到市内各地的特性，从源头到需求端可以实现较好的覆盖。供应商运用蜀海供应链的服务时，可以将货物就近入仓，并且通过智能分仓的方式实现全国主要地区的配送。顾客可以通过随时下单来进行操作，公司可保证全年无休配送，以全天候的服务保证服务质量。

图表30： 蜀海供应链全天候服务



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

4、可视化物流系统

蜀海供应链对车辆和配送过程也进行严格的监控，运输车自带的探头可时刻探测车厢的温度湿度，门磁感应装置也可记录开关门的时间，运输的行程与状态均可被蜀海供应链后台系统所监测，也便于客户通过 APP 进行实时查看，使物流配送的过程中无盲点，在每个环节做到监控管理。

（四）蜀海供应链核心优势

1、延伸产业链，协同作用更强

蜀海供应链自己建立了多个食品加工厂和种植基地，将产业链渗透到种植环节，使得食材质量得以监管，食品安全更可靠。同时，蜀海供应链还与十多个优质承运商达成合作，这也使蜀海供应链得以建立全国联动的物流网络。同时，蜀海供应链对于合作承运商也拥有一套系统的管理机制。会定期对承运商进行考核和排名，并实行末位淘汰制。蜀海供应链依托海底捞品牌，以及自身综合性功能所打造的平台效应，使其在承运商的选择和监督上拥有较大的话语权。

2、科技突出，模式优化

零担配送大幅优化配送环节。共享配送的概念大幅提升了物流配送的效率，将零散的物品整合进行配送。蜀海供应链建立了较为完整和优化的零担配送模式。主要流程包括：首先各个种植基地或市场批发场所等食材供应的场所将食材定时送至当地的蜀海仓库；然后各地仓库的定时班车再降货物进行智能分配和配送，同时保留一定的机动班车处理临时订单和突发事件。

图表31： 零担配送大幅提升配送效率



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

专注餐饮产业链，优化分装。为避免传统物流公司运输产品品类较杂，物品混乱叠放，产生交叉污染的问题，蜀海供应链通过技术手段专注于餐饮供应链，例如将对温湿度较敏感的食材进行分装，同类食材单独运输，并且在装箱配送和转装容器上都有独特的设计，专注和专业的餐饮供应链服务使得蜀海供应链运送的食品安全进一步保障，也最大限度保证了食材的新鲜度和品质。

新项目科技含量提升。蜀海供应链（北京房山）新仓于今年 8 月正式开业，全面扩充仓储面积、运用先进的 AI 等技术设备、相关服务进一步全面升级。原大兴仓于 2015 年 10 月正式运营，近四年时间里订单量近十万，合作品牌近两百家，随着业务需求的不断增长，需要进行仓储扩充升级。

图表32：蜀海供应链（北京房山）新仓开业



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

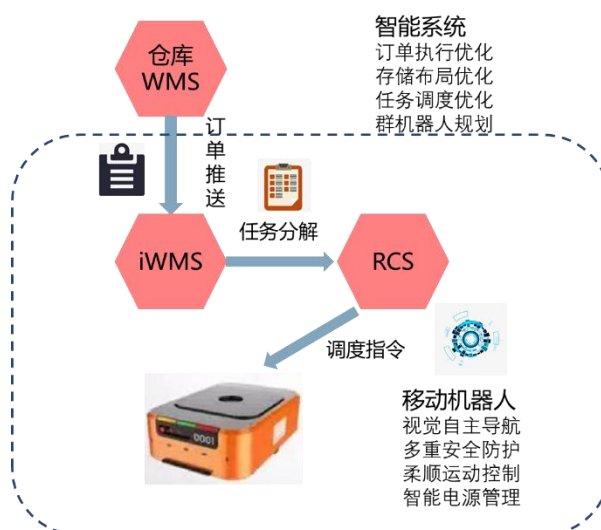
新仓具备六大看点。（1）库房面积增长近 1.5 倍，四温区管控，作业更加高效；（2）基础设备投入加大，设备智能化趋势明显；（3）严格的业务分类和产品分类，收货月台扩大；（4）WMS 仓储系统升级；（5）推行按订单拣货模式更精准；（6）一站式食材供应链解决方案。

图表33：设备更加智能化



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

图表34：从入库到出库全程智能化操作



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

蜀海供应链的信息化能力较强。其 SaaS 平台便于连接供给端和客户需求，实现餐饮行业提供产品+整体供应链的全托管服务。

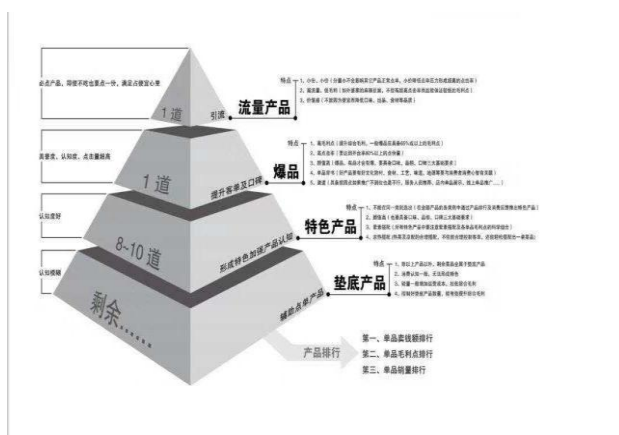
3、研发能力较强

研发能力提升促进公司标准化程度。蜀海供应链拥有自己的研发中心，目前已在北京、上海、东莞投资建设三大创新研发中心，打造了近 50 人，由国家特一级厨师、行业资深专家等组成的研发团队。其研发中心的目标也是致力于为公司推进中餐标准化做持续性的研究，尽可能提升产品的性价比，打造定制研发。蜀海供应链的研发方向也时刻贴近和满足顾客的需求，如与客户 seven-eleven 合作时，seven-eleven 要求公司能够提供半成品，对原先主要为食材配送的工厂体系的公司来说具有一定的挑战。研发中心通过与 seven-eleven 等客户的合作，也进一步提升了自身餐饮标准化制作的能力。为进一步提升公司的中餐标准化程度，也进一步促进蜀海供应链开始逐渐向种养殖端延伸，渗透到更源头的食物端。

研发能力强带来较强的柔性生产能力。研发加工服务包括蜀海供应链所提供产品的生产可以标准化也可以个性化，在生产线的设计上，更加柔性，也可通过自身的研发团队和研发实力开发新菜品供应。

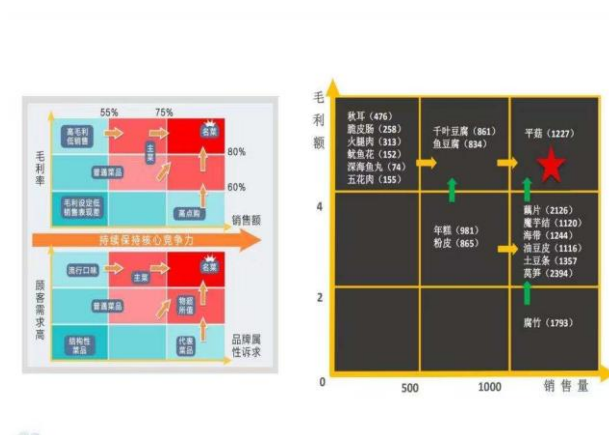
蜀海供应链还可基于研发提供餐饮咨询服务。公司建立了自身的产品层次战略，同时还可以为下游的餐饮企业提供餐饮运营的解决方案等增值服务。

图表35：蜀海供应链的产品打造策略



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

图表36：蜀海供应链为客户提供相关分析



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

在产品品类研发上不断创新，蜀海供应链在净菜生产、菜品研发、餐饮标准工业化等项目上进行持续深入的研究，也取得较突出的成果。蜀海供应链作为火锅产业链上游企业，其研发优势有助于其持续推进中餐的标准化进程，也有望借助中餐标准化的优势，未来更多承接相关客户。

注重消费者反馈。食材采购分拣、食品加工、保险配送等环节最终都离不开顾客对食材或食品的评价和认可度。蜀海供应链除了在研发技术、设备等环节投入较多精力，也在实践端布局较多活动。蜀海供应链会定期召开食材优选品鉴会等活动。在针对下游客户需求的研发中，开发出较多具有差异化的产品供客户选择，例如 seven-eleven 要求蜀海供应链能提供有差异化的半成品，其对于质量要求非常严格。蜀海供应链为其提供的麻辣香锅产品，加入自主研发食材，丰富产品的口味，且对于风味不断进行调整和创新，也是基于消费者的反馈。

4、品牌和规模优势大

蜀海供应链通过与下游火锅龙头海底捞的深度绑定，建立了较稳固的销售渠道，同时也积累了较强的品牌优势。品牌优势和规模优势也为蜀海供应链带来更多平台化属性和流量，有利于其进一步延伸拓展自身的优势。

蜀海供应链近年来积极与其他处于餐饮产业链环节中的企业或品牌合作，进一步提升一体化餐饮供应链的能力。2018 年 10 月，蜀海供应链与天财商龙达成战略合作，标志着中国供应链领域的龙头企业与国内餐饮信息化的龙头企业强强联手，该合作对于公司进一步提升信息化和科技化水平有较强帮助。作为深耕餐饮 20 年的天财商龙，可以实时呈现企业需要的各种成本数据及管控数据，MRP 模式可以预估企业的采购情况，通过信息化为餐饮企业提质增效。双方合作对于蜀海供应链的数据全覆盖具有良好的效应；蜀海供应链联手小勇餐饮战略，进一步研究如何打造“爆品”，让更多的创新产品满足市场的需求。

蜀海供应链作为火锅上游重要的食材供应 B2B 企业，积极拓展产业链，同时，利用科技赋能和标准化实现全部流程的监管和品控，使自身作为平台的价值逐渐提升，从而成为具备连接上下游环节能力并聚集流量的平台。由于其合作的下游餐厅数量和品牌较多，在上游食材等资源较紧缺时，可以实现快速大量的采买，并锁定价格，且在后续拓展新的合作客户以及拓展新的加工科技、配送科技和可加工食材品类时拥有更强的能力。

图表37： 蜀海供应链平台和一站式优势突出

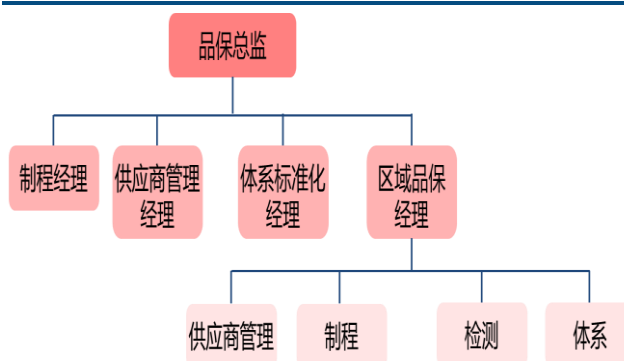


资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

5、严格控制食品安全

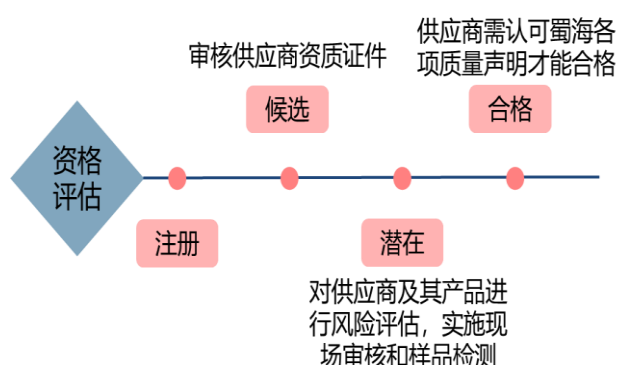
蜀海供应链具有完备严格的食品安全控制流程。包括专设品保部门，负责食品安全体系建立、执行与监督；制定特色的食品安全管理标准；对供应商严格把控、评估和筛选；食材货源上，更多采用源头直采的方式把控质量关；验收标准是否严格；研发部门牵头制定加工工艺标准；仓储环节由“仓储管家”进行安排；运输上，由运输管理系统（TMS）进行管理；全程冷链，实时温度测控，独立化验室、专业设备检测，并根据客户需求反馈进行优化。

图表38：蜀海供应链专设品保部门



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

图表39：蜀海供应链严格的供应商管理和筛选制度



资料来源：蜀海供应链，中信建投证券研究发展部

食品安全持续推进。9月10日，蜀海供应链与艺康集团战略合作启动仪式暨合作研讨会在上海举行，双方正式签署了战略合作协议。蜀海供应链将与艺康在食品安全和消毒领域更多的合作。

（五）蜀海供应链在餐饮供应链赛道差异化明显

1、绑定龙头餐厅品牌，尽享流量协同优势

蜀海供应链为餐饮龙头海底捞的关联公司，与下游海底捞的品牌深度绑定，虽然蜀海供应链不像颐海国际在零售端有较多开拓，但下游的龙头的供应需求仍然为其带来了巨大的流量。同时，蜀海供应链与颐海国际都逐渐从依托关联交易向开拓第三方客户转型，蜀海供应链已经开拓了较多的第三方客户，并且包含一些知名品牌，品类也不断拓展。而绑定餐饮巨头的效应也为其进一步拓展进行了重要的背书。

2、增值服务提升附加值

蜀海供应链可以为客户提供更多的增值附加服务。例如其不仅做食材的统一采购，还会深入上游监督和控制食材的品质，在标准化的工厂对原始食材进行初加工或部分深加工，便利下游餐厅，也包括为符合下游餐厅的需求而创新服务，例如为 seven-eleven 提供半成品食品，为第三方餐饮企业提供运营策略、菜品优化等服务。同时在仓储和配送端在全国范围不断布局仓储和物流中心，对第三方承运商进行严格的监管，大幅提升配送的保鲜程度和透明化程度等，这些服务壁垒和附加值进一步增加了蜀海供应链合作的客户，提升自身口碑。

蜀海还可为餐饮上下游企业提供一定的咨询服务或餐厅运营咨询等。同时，蜀海供应链目前还与多家金融机构建立合作关系，为企业提供保理融资、存货质押融资、仓单质押融资、代采融资等金融服务，部分解决供应商资金周转压力，降低采购价格。

3、流程标准化及规模优势节约成本

由于蜀海供应链的工厂标准化程度高，操作流程和管控流程均实现标准化，对于人力等成本的节约作用明显。并且凭借自身的竞争优势，蜀海供应链逐渐形成较强的规模壁垒，规模优势也为其在仓储、运送等环节节约了成本。

4、客户范围广，可柔性生产

蜀海供应链服务对象范围较广，近年来不断拓展下游客户。包括了下游知名品牌餐厅、便利店等，也包括部分单位、学校等客户，进一步拓宽自身的下游渠道。同时，蜀海供应链通过较先进的技术手段和流程管控，具备较强的柔性生产能力，使生产线能够最大程度满足下游客户的差异化需求。这使得蜀海供应链与合作客户的合作关系较稳定，签约时间较长，提升了蜀海供应链的抗风险能力。

风险提示

新技术、渠道等对目前市场的冲击；食品安全问题；监管政策等。

分析师介绍

贺燕青：中信建投证券研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

李铁生：中信建投证券研究发展部社会服务行业分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6年证券从业经历。

研究助理 陈如练：上海财经大学国际商务硕士，2018年6月加入中信建投社服团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859