长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

社会服务行业

餐饮行业系列专题九：“看不见”的金矿——餐饮供应链

2020-2-14

行业研究 | 专题报告

评级 看好 维持

分析师 赵刚
☎ （8621）61118739
✉ zhaogang@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490517020001

分析师 范晨昊
☎ （8621）61118739
✉ fanch@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490519100003

相关研究

《社会服务行业 2019 年报业绩前瞻》2020-2-4

《线上 K12 系列专题之一：如何看待线下小班转线上？》2020-2-2

《龙头效应仍强，板块轮动创造机会——社会服务行业 19Q4 基金持仓分析》2020-2-2

报告要点

■ 本周专题

我国餐饮行业近年来保持稳健增长，支撑终端门店的餐饮供应链市场规模庞大、机遇不断。2019 全国社零餐饮收入达 4.67 万亿元，上游原材料规模或达 1.87 万亿元。餐饮供应链是连接餐饮行业上游农产品种植与下游餐饮门店的中间环节，主要包括食材采购、产品生产、物流管理、供应链金融四个部分。本篇专题主要从三个问题出发分析国内餐饮供应链行业：

1）为什么要重视供应链？对于餐饮企业来说，自建或合作优秀的供应链企业能有效助力连锁布局、提升产品力、降低成本费用。

2）供应链构建有多难？餐饮企业出于理念落后、整合难度大、资金流风险及冷链物流能力的原因，选择与第三方专业餐饮供应链公司合作，催生了相应市场。

3）优秀的餐饮供应链企业有何特点？食材供应链方面，以蜀海供应链为代表的企业借助集团优势发展势头良好；第三方中央厨房方面，千味央厨凭借安全、定制、专业和国际化的优势奠定龙头地位；餐饮服务平台方面，美团点评依托前端到店团购及外卖业务的优势，加快布局餐饮纵向产业链。

■ 行情回顾

上周中信餐饮旅游指数-0.56%，分别跑输上证综指和沪深 300 指数-1.99pct、-2.82pct。A 股旅游板块周涨跌幅排行榜前三分别为:三特索道（+9.69%）、云南旅游(+7.13%)、新华联(+6.90%)；A 股体育前三分别为鸿博股份(+18.41%)、三夫户外（+11.96%）、雷曼光电（+5.45%）；A 股教育前三分别为秀强股份（+60.93%）、方直科技（+20.30%）、长方集团（+2.72%）；H 股教育前三分别为大地教育（+44.83%）、中国东方教育（+7.66%）、博骏教育（+4.65%）。

■ 投资建议

长期依然看好社服板块内高成长确定的细分赛道龙头：免税板块推荐龙头地位稳固的**中国国旅**；酒店板块看好行业低基数及龙头成长新，推荐**锦江酒店**、**首旅酒店**；人资板块好看灵活用工业务成长，推荐**科锐国际**；新兴服务业看好**美团点评**的平台优势；景区板块看好资源优质标的，推荐**宋城演艺**、**中青旅**、**黄山旅游**；餐饮板块看好连锁龙头企业，推荐**海底捞**、**颐海国际**、**广州酒家**；教育板块看好升学和就业赛道，推荐**中公教育**、**新东方在线**和**中国东方教育**。

风险提示：
1. 突发公共卫生及其他事件；
2. 行业竞争加剧。

目录

本周专题：“看不见”的金矿——餐饮供应链 4
餐饮供应链概览：海平面下的“大冰山” 4
餐饮业“大动脉”：为何要重视供应链？ 5
体系不是一天建成的：供应链构建有多难？ 9
从代表性企业看国内餐饮供应链发展 11
行业观点 19

图表目录

图 1：社零餐饮收入累计值及同比增速 4
图 2：限额以上企业餐饮收入累计值及同比增速 4
图 3：2018 年国内餐饮企业各项开支平均占营业额比重 5
图 4：2018 年国内各类别餐饮企业原材料成本占营业额比重 5
图 5：“供应链”与“餐饮供应链”定义比较 5
图 6：餐饮供应链企业囊括中上游主要环节 6
图 7：餐饮企业重视供应链管理的主要体现 6
图 8：餐饮企业运营流程示意图 7
图 9：调味料企业研发投入力度较大 7
图 10：进入不同区域产品口味需要因应市场变化 7
图 11：2014-2018 年餐饮行业投资案例数占比 9
图 12：2014-2018 年餐饮行业投资金额占比 9
图 13：大多数餐饮企业供应链管理部门员工占比不足 10% 9
图 14：全程冷链的要求较高 9
图 15：70%餐饮企业供应商超过 100 个 10
图 16：73%的餐饮企业和供应商签订长期合同 10
图 17：餐饮企业选择供应商的主要考虑因素 11
图 18：餐饮行业物流模式选择分析 11
图 19：中国餐饮供应链发展主要自下而上推进 12
图 20：中国餐饮供应链发展主要自下而上推进 12
图 21：蜀海与海底捞关联交易金额（单位：亿元） 14
图 22：餐饮行业物流模式选择分析 14
图 23：蜀海供应链近期在北京推出的安心菜站服务 14
图 24：我国中央厨房服务市场规模 15
图 25：我国中央厨房累计投资额及增长 15
图 26：千味央厨部分合作品牌 15
图 27：千味央厨发展历程 15
图 28：千味央厨食材供应的核心竞争力 16
图 29：2017-2018 年千味央厨总资产与净资产（亿元） 16

图 30：2017-2018 年千味央厨营业收入与归母净利润（亿元） 16
图 31：中国互联网本地生活服务市场规模及同比增速 17
图 32：中国餐饮外卖市场规模及同比增速....17
图 33：美团点评的“Food+Platform”生态 17
图 34：美团点评餐饮供应链服务体系动作频频 18

表 1：中央厨房与其他餐饮单位人员分工比较 8
表 2：国内外生鲜农产品流通渠道及其他情况比较 8
表 3：四种不同供应链管理模式的流程分析 10
表 4：中国食材供应链相关企业一览....13
表 5：行业代表企业关键衡量维度数据 13
表 6：H 股、A 股部分上市公司情况 18

本周专题：“看不见”的金矿——餐饮供应链

我国餐饮行业近年来保持稳健增长，支撑终端服务的供应链市场规模庞大、机遇不断。2019 全国社零餐饮收入达 4.67 万亿元，上游原材料规模或达 1.87 万亿。餐饮供应链是连接餐饮行业上游农产品种植与下游餐饮门店的中间环节，主要包括食材采购、产品生产、物流管理、供应链金融四个部分。

本篇专题主要从三个问题出发分析国内餐饮供应链行业：

（1） **为什么要重视供应链？**对于餐饮企业来说，自建或合作优秀的供应链企业能有效助力连锁布局、提升产品力、降低成本费用。

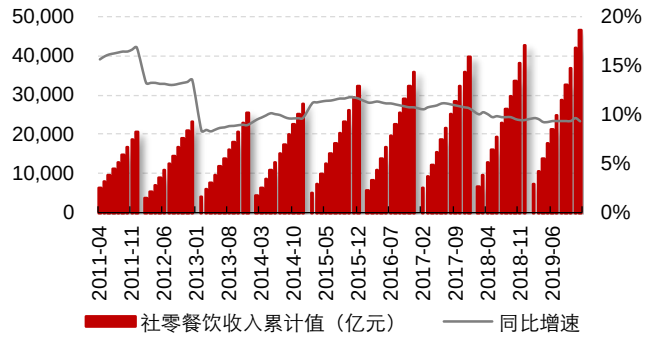
（2） **供应链构建有多难？**餐饮企业往往出于理念落后、整合难度大、资金流风险及冷链物流能力的原因选择与第三方专业餐饮供应链公司合作，因此也催生了相关服务的庞大市场。

（3） **优秀的餐饮供应链企业有何特点？**食材供应链方面，以蜀海供应链为代表的企业借助集团优势发展势头良好；第三方中央厨房方面，千味央厨凭借安全、定制、专业和国际化的优势奠定龙头地位；餐饮服务平台方面，美团点评依托前端到店团购及外卖业务优势，加快布局餐饮纵向产业链。

餐饮供应链概览：海平面下的“大冰山”

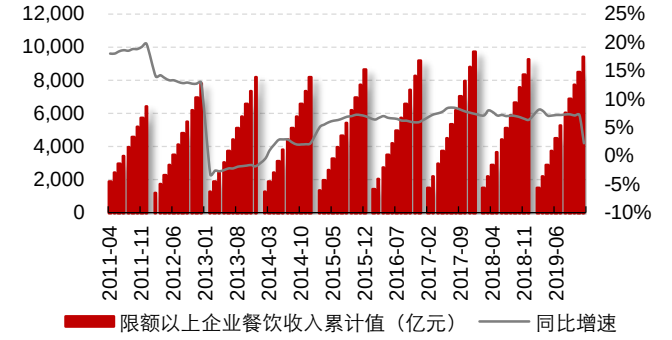
全国餐饮零售收入增长稳健，2019 全年达 4.67 万亿元。2019 全年社零餐饮收入 46,721 亿元，同比增长 9.4%，相比 1-11 月略有下降。2019 年限额以上单位餐饮收入 9,445 亿元，同比增长 7.1%，受 12 月增长降速影响相比 1-11 月小幅降低 0.1pct。整体看餐饮消费增速延续此前的稳健增长，表现出较强的穿越周期属性；其中限额以上单位收入增速慢于整体市场。大众餐饮发展持续向好，外卖、团餐、婚庆喜宴等新业态新模式领跑餐饮市场。

图 1：社零餐饮收入累计值及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

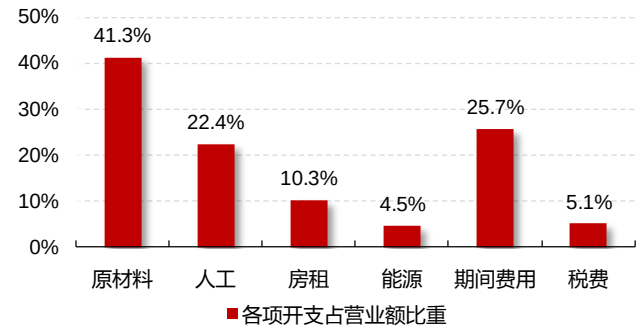
图 2：限额以上企业餐饮收入累计值及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

在餐饮产业庞大的市场规模当中，供应链体系创造的价值最大。根据中国饭店协会的调查数据，142 家受访餐饮企业中原材料平均开支占总营业额的 41.3%，其中服务属性偏弱的餐饮类别原材料占比更高（如团餐、快餐），而服务属性更强的类别占比更低（如休闲餐、火锅、正餐等）。若以 40%的营业额占比匡算，2019 年 4.67 万亿餐饮市场中上游原材料规模或达 1.87 万亿。

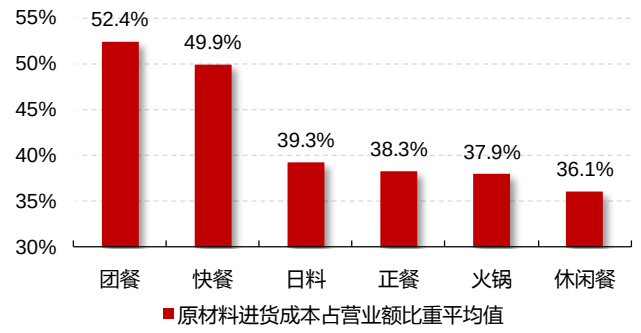
图 3：2018 年国内餐饮企业各项开支平均占营业额比重



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

注：样本数量 142 家

图 4：2018 年国内各类别餐饮企业原材料成本占营业额比重



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

注：样本数量 142 家

因此，餐饮行业中支撑前端门店运营的供应链体系是“看不见”的金矿。餐饮供应链是餐饮行业基础应用，是以提供餐饮店所需的各类食材为主要目的，经过原料采购、生产加工、配送、销售到回收处理等环节，以信息技术来协调联结链条上各节点有关主体。餐饮供应链包括四部分：**食材采购**、**生产环节**、**物流管理**、**供应链金融**。

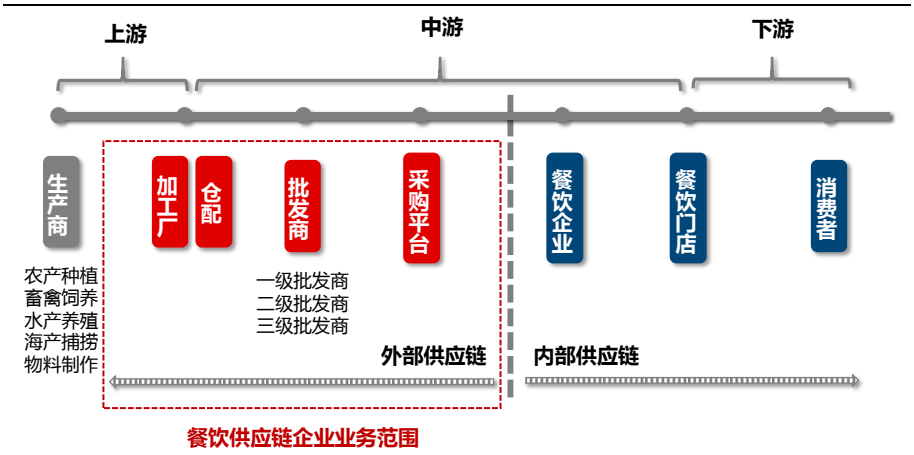
图 5：“供应链”与“餐饮供应链”定义比较

资料来源：中物联冷链委，长江证券研究所

餐饮业“大动脉”：为何要重视供应链？

餐饮供应链是连接餐饮行业上游农产品种植与下游餐饮门店的中间环节。餐饮行业普遍面临运营效率瓶颈、中等规模陷阱、食品安全问题等难题，很多餐饮企业在门店数量达到十几家体量时，会因采购、品控、物流管理方式等的不统一而导致标准化程度难以推进，随即带来成本的上涨和用户体验的不一致。只有依托足够强大的餐饮供应链，前端门店才能实现稳定、高质量的扩张。

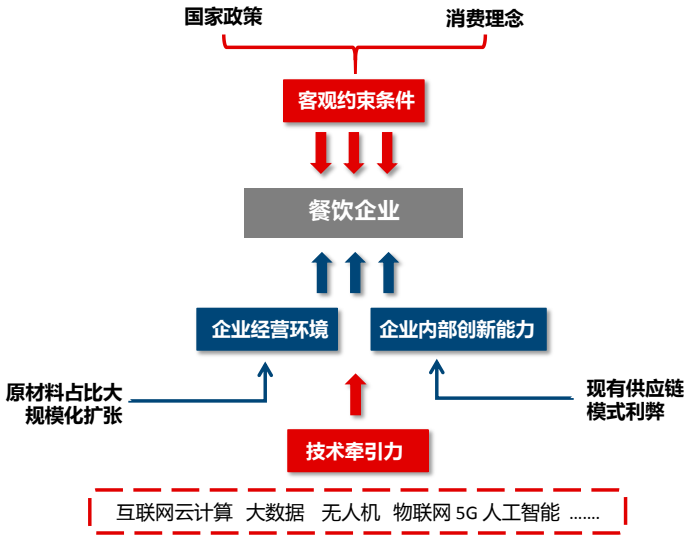
图 6：餐饮供应链企业囊括中上游主要环节



资料来源：亿欧智库，长江证券研究所

在大环境的作用下，餐饮供应链体系正在获得餐饮企业越来越多的重视。近年来，国家政策、消费理念、经营环境、内部创新及技术支撑五大维度的变化，让餐饮企业愈加重视供应链管理。

图 7：餐饮企业重视供应链管理的主要体现



资料来源：亿欧智库，长江证券研究所

(1) **国家政策：**部分餐饮企业暴露出食品安全问题，政策及法律规范不断修正趋于严格，使得高效且安全的供应链管理成为餐饮行业发展要点之一，倒逼中游供应链环节的健全发展。

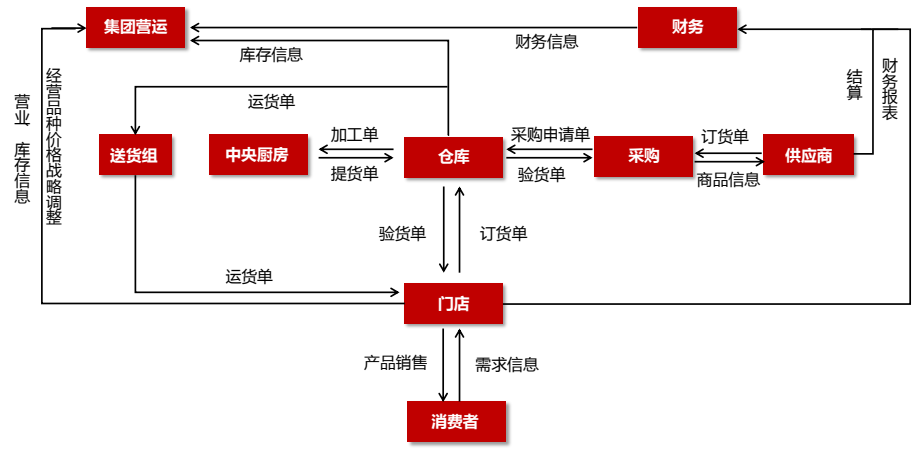
(2) **消费理念：**食品安全性、食品健康性是消费者在选购食品/外出就餐时最重要的考虑因素，高质量的餐饮供应链体系有助于建立消费者信任。

(3) **经营环境：**在餐饮行业的“三高一低”（高房租、高食材成本、高人力成本、低利润率）的特性下，如何在不牺牲品质、甚至是提升品质的情况下有效地降低原料成本，成为餐饮企业考量的重要因素。

（4） **内部创新：**目前餐饮企业普遍采取四大供应链管理模式，即中央控管模式、多元体系模式、第三方服务模式和单店管理模式。根据商业模式的不同，每家餐饮企业皆有其适用的模式。

（5） **技术支撑：**移动互联网、信息系统、云计算大数据系统、物流、食品加工、甚至是人工智能、无人机等技术的成熟与应用，为餐饮行业从上游到下游的管理带来了技术上的改变，同时对于供应链管理也提供了一定的技术支撑。

图 8：餐饮企业运营流程示意图

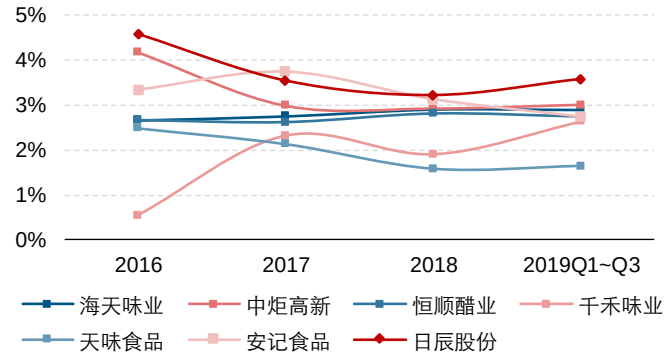


资料来源：中物联冷链委，长江证券研究所

对于餐饮企业来说，自建或合作优秀的供应链企业，能有效助力连锁布局、提升产品力、降低成本费用：

（1） **产品研发能力：**供应链企业基于规模优势和渠道优势，更具备产品研发的动力和能力，包括成品菜品、半成品以及调味料等。随着 80、90 乃至 00 后逐渐成为餐饮消费的主体，餐饮产品也必须随之进行调整创新，年轻消费者对菜品的需求从“大而全”转向“小而精”。此外，当进入到不同的区域时，产品口味需要适应市场变化，这些都对餐饮及食品企业的研发创新提出了更高要求。

图 9：调味料企业研发投入力度较大



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：进入不同区域产品口味需要因应市场变化

资料来源：CBNdata，长江证券研究所

（2） **生产规模效应：**部分餐饮企业采用“中央厨房+连锁门店”的传统模式。然而随着网购、外卖、最后一公里到家等新消费的基础设施加速完善，我国中食产业（区别于内食、外食，定义为在外购买带回家简单加工的即食食品）快速崛

起，传统模式逐渐迭代演变出了“中央厨房半成品+全渠道销售至终端用户”的模式。

表 1：中央厨房与其他餐饮单位人员分工比较

工种	中央厨房		其他餐饮单位	
	人数（人）	占比	人数（人）	占比
前期加工	46	39.0%	142	24.6%
烹饪	16	13.6%	166	28.7%
备餐分装	27	22.9%	90	15.6%
清洗消毒	7	5.9%	45	7.8%
食品安全	9	7.6%	34	5.9%
总管理	3	2.5%	27	4.7%
其他	10	8.5%	74	12.8%
合计	118	100.0%	578	100.0%

资料来源：《上海餐饮业从业人员食物中毒相关行为及影响因素研究》，长江证券研究所

（3） **冷链运输能力：**部分食材及半成品产品需要保持在低温的环境下运输和储存。但当前中国生鲜食品流通效率低下且安全问题突出。据不完全统计，2015 年我国果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别达到 22%、34%、41%，冷藏运输率分别为 35%、57%、69%。与发达国家相比，差距巨大。构建完善的冷链运输能力是发展食材供应链的必须条件之一。

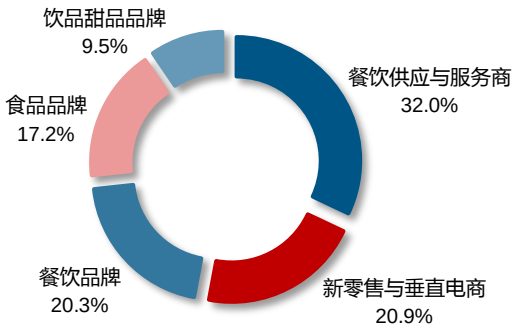
表 2：国内外生鲜农产品流通渠道及其他情况比较

	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%
物流成本占总成本的比例	≈10%	≈10%	20%~30%

资料来源：《科技情报开发与经济》，中物联冷链委，长江证券研究所

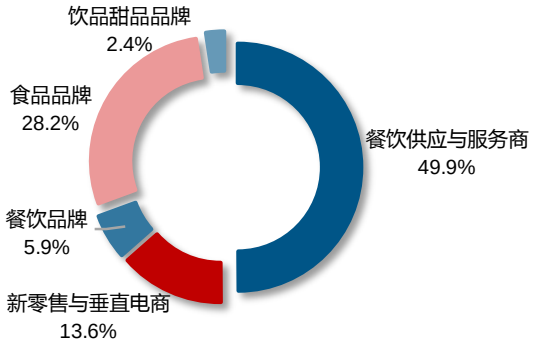
近年来餐饮供应链也受到一级市场的关注。2014-2018 年中国餐饮行业投融资案例中，餐饮供应与服务商领域案例数最多，占到了 32.0%；从披露的投资金额来看，餐饮供应与服务商领域金额达 1,444.2 亿元，占到了 49.9%。未来，餐饮供应链的成熟度将是餐饮产业能否由分散走向集中，企业能否由量变走向质变的关键。

图 11：2014-2018 年餐饮行业投资案例数占比



资料来源：《2018 年中国餐饮及餐饮供应链投融资报告》，长江证券研究所

图 12：2014-2018 年餐饮行业投资金额占比



资料来源：《2018 年中国餐饮及餐饮供应链投融资报告》，长江证券研究所

体系不是一天建成的：供应链构建有多难？

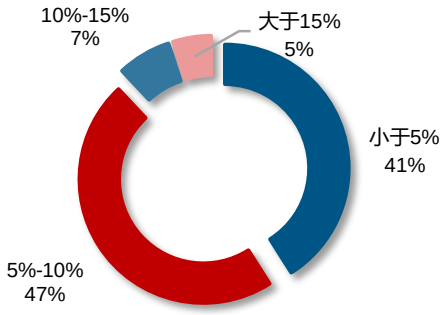
目前国内餐饮供应链主要存在三方面问题：

（1） **企业供应链理念仍相对落后。**大部分餐饮企业缺乏统筹兼顾的眼光、能力和人才，因此目前大部分餐饮企业与原料供应商、物流服务商、信息服务商等节点相对割裂，协同效率偏低。

（2） **餐饮产业链各环节整合难度大。**由于下游涉及到的食材种类多，价格差异大、非标性强、产地分散、整合难度高；此外食材流通环节多、渠道链条长、损耗大，对于下游企业来说难以运作。

（3） **资金占用大。**食材 B2B 市场存在严重的账期依赖，同时自建冷链物流体系成本高昂，企业如果没有足够的资金支撑和快速回流，很可能业务拓展越快，资金链断裂越快。因此现金流的问题制约着食材供应链做大做强。

图 13：大多数餐饮企业供应链管理部门员工占比不足 10%



资料来源：中物联冷链委，长江证券研究所

注：有效回收问卷 65 份

图 14：全程冷链的要求较高

资料来源：中物联冷链委，长江证券研究所

整体看，餐饮企业供应链管理对能力要求较高。按照自主性从高到低，依次为单店控管、中央控管、多元体系和第三方服务。无论哪种模式，对人才的要求都相对较高；中央控管模式下对整体流程和食材标准化程度均最高。

表 3：四种不同供应链管理模式的流程分析

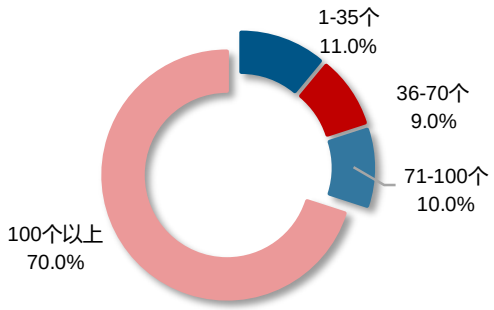
模式	负责人	流程标准化程度	食材标准化程度	人才依赖度
单店控管	门店负责人	中	低~中	高
中央控管	中央工厂	高	高	高
多元体系	企业采购	中~高	中~高	高
第三方服务	第三方管理团队	高	中	高

资料来源：亿欧智库，长江证券研究所

因此大部分餐饮企业选择合作方式解决供应链问题。中物联冷链委数据显示，接受调查的餐饮企业中，70%餐饮企业供应商数量在 100 个以上，通过产品价格和质量的对比，通过多供应商同行竞争，可择优而取，有利于控制成本，提高企业经济效益，降低因延迟交货带来的采购风险。

餐饮企业与供应商的合作关系较为稳定。接受调查的餐饮企业中，73%企业签订了长期的供货合同，但合作关系仍需进一步规范，17%企业签订了短期的供货合同，10%企业与供应商合作关系为先供货后付款，一定程度上影响了真正的供应链伙伴关系的形成。

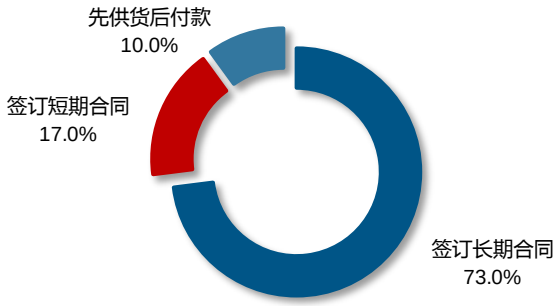
图 15：70%餐饮企业供应商超过 100 个



资料来源：中物联冷链委，长江证券研究所

注：有效回收问卷 65 份

图 16：73%的餐饮企业和供应商签订长期合同



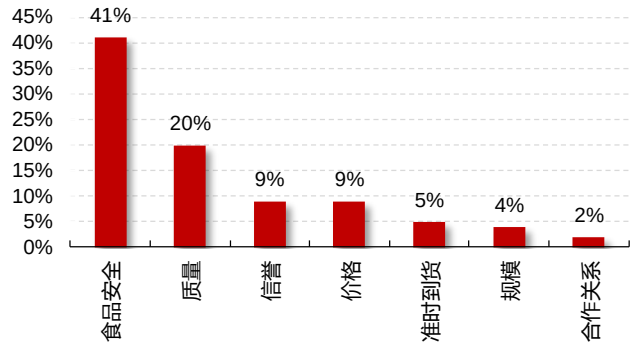
资料来源：中物联冷链委，长江证券研究所

注：有效回收问卷 65 份

在选择供应商时，食品安全是餐饮企业的第一考虑因素。随着餐饮企业对供应链重视程度的加深，供应商选择的标准趋于综合评价，与以前的价格为主要影响因素不同，在接受问卷调查的企业中，食品安全是大家关注的焦点，41%的企业在供应商选择标准中将食品安全排在第一位。

在选择运输方式时，第三方物流已经成最主要的运输方式。第三方物流专业性、低成本性、服务性等优势日益凸显，与第三方物流合作的餐饮企业占比达 93.33%，餐饮企业将物流业务外包出去，专注于自身的核心业务。一些规模较大的餐饮企业保持自建物流团队、第三方物流合作双向并行。

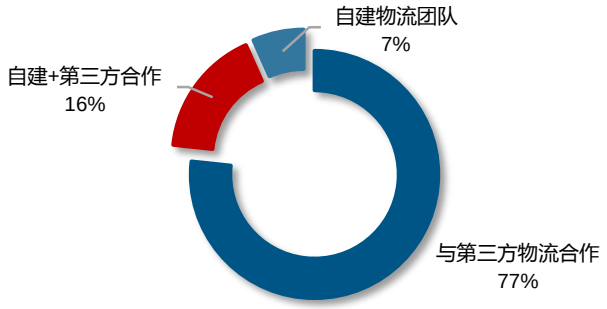
图 17：餐饮企业选择供应商的主要考虑因素



资料来源：中物联冷链委，长江证券研究所

注：有效回收问卷 65 份

图 18：餐饮行业物流模式选择分析



资料来源：中物联冷链委，长江证券研究所

注：有效回收问卷 65 份

总体来看，当前我国餐饮供应链经过一段时间的摸索借鉴正从无序化走向有序化，整体水平取得一定提升。依托政策支持，借助互联网技术优势，餐企不断建立稳定的供应关系，整合物流、冷藏、大数据等多种资源。传统餐饮供应链搭建起电商平台，同时大型餐饮中央厨房增多，供应链思维逐渐形成，供应链运作效率不将断提升。

从代表性企业看国内餐饮供应链发展

过去 15 年内，中国餐饮供应链发展主要自下而上推进。大部分企业起步较晚，行业仍在发展早期阶段，但也有不少巨头企业借助自身在原有领域的优势切入餐饮供应链管理业务。

（1） 2005-2010 年，相关企业主要围绕供应链的中游及下游，对餐饮企业及门店提供运营服务是趋势主流；

（2） 2011-2015 年，供应链企业依然集中在中游及下游，上游供应链服务企业开始增多，如蜀海、望家欢等，但主要趋势逐渐下沉至对供应链下游的服务；

（3） 2015 年至今，供应链上游服务企业开始加速发展，包括美菜、信良记等一系列公司诞生，面向的下游群体也在拓宽，帮助餐饮企业及门店获得品质更优、价格更透明实惠的粮米、生鲜食材、冻品、半成品等。

图 19：中国餐饮供应链发展主要自下而上推进

资料来源：亿欧智库，长江证券研究所

近年投入餐饮供应链 B2B 服务的企业增多。考虑到国内市场上、下游均相对分散，大部分企业起步较晚，因此行业仍在发展早期阶段，尚未出现真正能够垄断市场的头部企业，大多企业仍处于不断试错、努力在成本投入及盈利间取得平衡的阶段。

目前的企业商业模式分为轻资产模式及重资产模式两大种类。轻资产模式是以平台赋能为主，提供信息流通或数据型服务；重资产模式则是在固定资产有所投入，参与餐饮各个环节的商业模式。在两种模式下，又再分别包括垂直单项服务及复合式服务。

图 20：中国餐饮供应链发展主要自下而上推进

资料来源：亿欧智库，长江证券研究所

下文主要从食材供应链、第三方中央厨房和餐饮服务平台三个领域出发，分析行业及代表性企业的发展情况。

食材供应链：蜀海依托海底捞面向社会开放

目前国内食材供应链已涌现出一批参与者。以 2014 年美菜网上线为标志，一大批参与者看到通过互联网对传统餐饮供应链进行改造的巨大前景，果乐乐、链农、饭店联盟等一大批瞄准餐饮后端供应链的食材 B2B 企业纷纷上线并获得融资。2015 年饿了么上线“有菜”，2016 年美团上线“快驴”。传统餐饮企业如海底捞（蜀海集团）、农产品批发商如新发地等纷纷入局。

表 4：中国食材供应链相关企业一览

时间	企业及事件
2011	蜀海供应链成立，起初是海底捞的供应部门，后来做开放平台。
2014	果乐乐、链农等成立、美菜网上线
2015	饿了么推出“有菜”
2016	美团上线“快驴进货”
2017	链农成功完成 B+轮融资，融资额数千万人民币
2018	京东 B2B 平台新通路宣布正式进军餐饮 B2B，为全国中小餐饮门店提供综合性的餐饮解决方案
	美团对餐饮 B2B 业务进行了人事调整，宣布正式任命前联想集团高级副总裁陈旭东担任美团高级副总裁，负责大零售事业群 B2B 事业部，餐饮 B2B 业务即归该事业部负责

资料来源：天眼查，长江证券研究所

食材供应链行业国内外已出现一批优秀的代表企业。美国的 Sysco、US Foods Holding 是美国食材供应链企业的代表，服务门店数分别达到 50 万家和 25 万家。在中国，美菜和蜀海是业内领先的企业，2018 年营业额分别达到 100 亿美元和 36 亿美元。根据新浪科技的报道[1]，快驴进货在 2018 年 11 月已经覆盖全国 21 个省、38 座城市、350 个区县，年活跃商户数约 45 万；截至 2018 年 10 月快驴进货业务单月销售额突破 4 亿元，年化来看销售额接近 50 亿元人民币。

表 5：行业代表企业关键衡量维度数据

企业名称	2018 年营业收入	服务餐饮门店数	SKU 数	配送中心数（个）	毛利率	门店平均年收入（美元）	门店与配送中心比例
Sysco	129.8 亿美元	50 万	40 万	330	20.0%	25,960	0.007%
US Foods Holding Corp.	60 亿美元	25 万	40 万	75	18.2%	24,000	0.003%
Performance Food Group	36.7 亿美元	15 万	15 万	75	16.8%	24,467	0.005%
美菜	100 亿人民币	100 万	0.1 万	-	-	1,405	-
蜀海供应链	36 亿人民币	0.2 万	0.8 万	11	-	252,844	0.055%

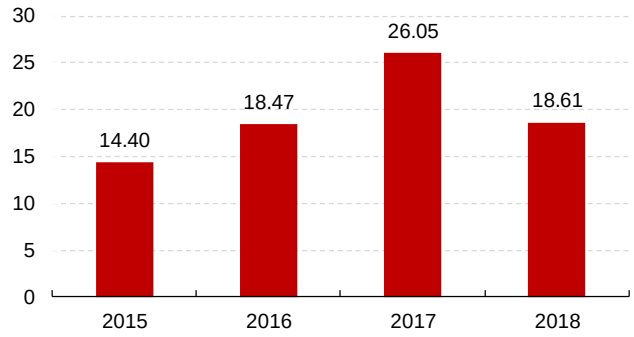
资料来源：亿欧智库，长江证券研究所

蜀海供应链 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，2017 年蜀海供应链来自外部的收入达 10 亿元，2018 年开始，海底捞直接自第三方供应商而非蜀海采购不需要加工的食材。

[1] 新浪科技，https://tech.sina.com.cn/i/2018-11-29/doc-ihpevhcm3449806.shtml

目前，蜀海供应链在全国有 11 个物流中心，分布在华北、华中、华东和华南四大区，承担着 300 多家连锁餐饮旗下 2000 多家门店的食材供应。蜀海供应链希望依托供应链业务，实现一站式的产品服务能力、全国冷链物流能力，包括高效快速的反应能力等。

图 21：蜀海与海底捞关联交易金额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22：餐饮行业物流模式选择分析

资料来源：公司官网，长江证券研究所

立足 B 端市场，蜀海依托完善的基础网络建设及供应链整合能力，同样可面向 C 端拓展。在近期疫情的影响下，餐饮端食材需求出现大幅下滑，同时个人消费者生鲜零售需求出现激增。蜀海供应链在北京推出安心菜站业务，提供七款食材套餐，用户当日 15 点前下单、次日 11 点前送达，全程冷链配送。

图 23：蜀海供应链近期在北京推出的安心菜站服务

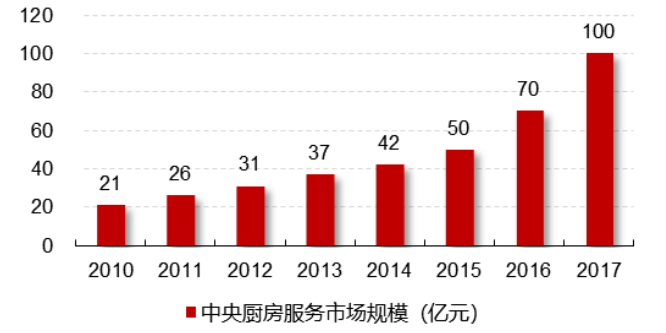
资料来源：蜀海供应链，长江证券研究所

第三方央厨：千味央厨凭借专业优势拓展市场

国内央厨市场仍处于快速发展阶段。根据速途研究院数据，2016 年国内中央厨房累计投资额已经达到 4.2 万亿元。中央厨房设备市场规模快速增大，2016 年达到 100 亿元，而针对中央厨房提供技术、咨询、培训等配套的第三方专业服务市场也在 2016 年达到

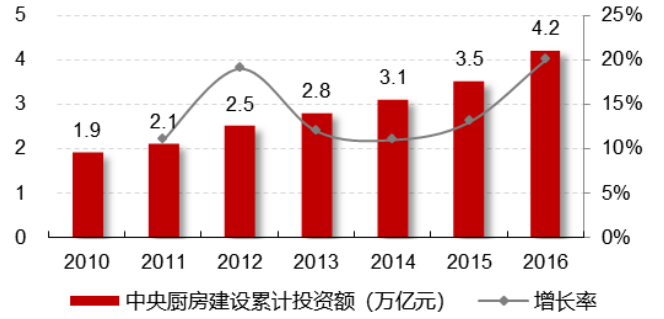
70 亿规模。行业正处于快速发展的成长期，上下游产业链正逐步完善。

图 24：我国中央厨房服务市场规模



资料来源：速途研究院，长江证券研究所

图 25：我国中央厨房累计投资额及增长



资料来源：速途研究院，长江证券研究所

千味央厨是我国最早专业从事餐饮供应链的企业之一，也是大型速冻食品生产企业思念食品的关联公司。作为中央厨房速冻面米食品供应商，为餐饮、酒店、团体食堂提供定制化的包括产品和服务等在内的整体解决方案。目前客户有肯德基、海底捞、真功夫、必胜客、东方既白、小肥羊、赛百味等一大批餐饮企业和团餐单位。

2002 年千味央厨就与肯德基合作，开创中式传统食品进入西式餐饮业全球销售网络先河。千味央厨率先定位餐饮，模拟餐厅后厨工艺，对油条等产品进行研发。2006 年，第一根工业化生产油条诞生。2018 年，千味央厨油条实现连续 3 年复合增长率超过 80%。目前，千味央厨油条产品已经占据中国餐饮中油条市场 70%以上份额，市场占有率位居第一；业内油条研发人员超过 90%都出自千味央厨。

图 26：千味央厨部分合作品牌

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 27：千味央厨发展历程

资料来源：公司官网，长江证券研究所

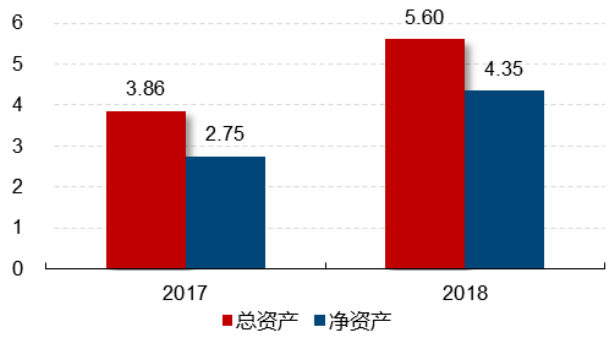
从 2012 年脱离思念独立到现在，千味央厨一直保持着高速发展的势头，实现了年交易规模与利润总额的 20%~30%的增长。一方面，是因为目前国内餐饮行业发展迅猛，尤其是连锁餐饮企业的大量涌现，带来了有大量的米面半成品的需求；另一方面，在餐饮供应链体系中，千味央厨占位较早，在客户和研发方面，都形成了较强的先发优势。肯德基、必胜客、真功夫等大客户在研发、生产管理和食品安全方面的高要求促进了千味央厨的研发、生产管理等能力的提高。

图 28：千味央厨食材供应的核心竞争力

资料来源：公司官网，长江证券研究所

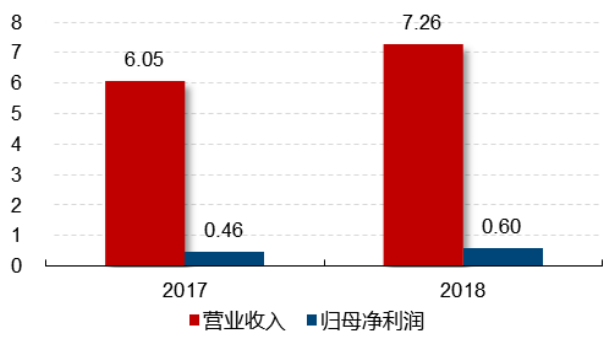
近年来千味央厨资产和利润继续保持稳健增长。2017 年实现营业收入 6.05 亿元、归属于母公司股东净利润 4634.13 万元；2018 年实现营业收入 7.26 亿元、未经审计归母净利润为 5,997 万元。

图 29：2017-2018 年千味央厨总资产与净资产（亿元）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 30：2017-2018 年千味央厨营业收入与归母净利润（亿元）

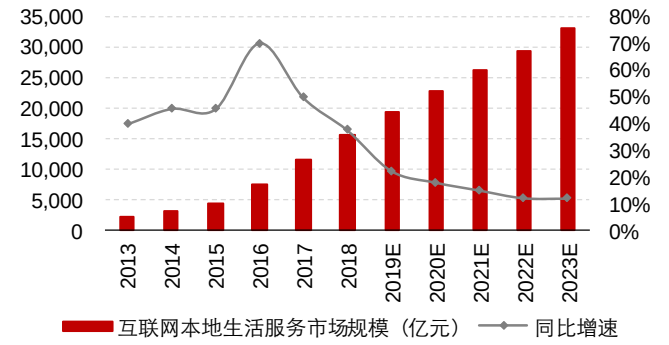


资料来源：公司官网，长江证券研究所

餐饮服务平台：美团点评构筑餐饮服务平台

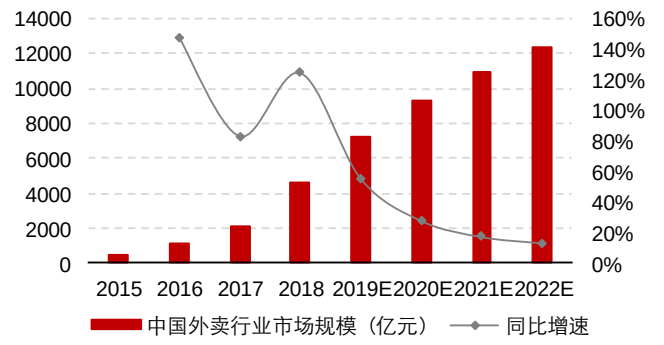
互联网对包括餐饮服务在内的本地生活行业带来了新变革。2018 年互联网本地生活服务行业整体市场规模超过 1.50 万亿元，同比增速超过 35%，2023 年互联网本地生活服务行业市场规模将有望突破 3 万亿元。其中外卖行业规模增长迅速，易观智库数据显示，2019 全年互联网餐饮外卖交易规模超 7,274 亿元。Trustdata 数据显示 19Q3 美团外卖的市占率为 65.8%，同比提升 5.7pct、环比提升 0.7pct。

图 31：中国互联网本地生活服务市场规模及同比增速



资料来源：前瞻经济学人，长江证券研究所

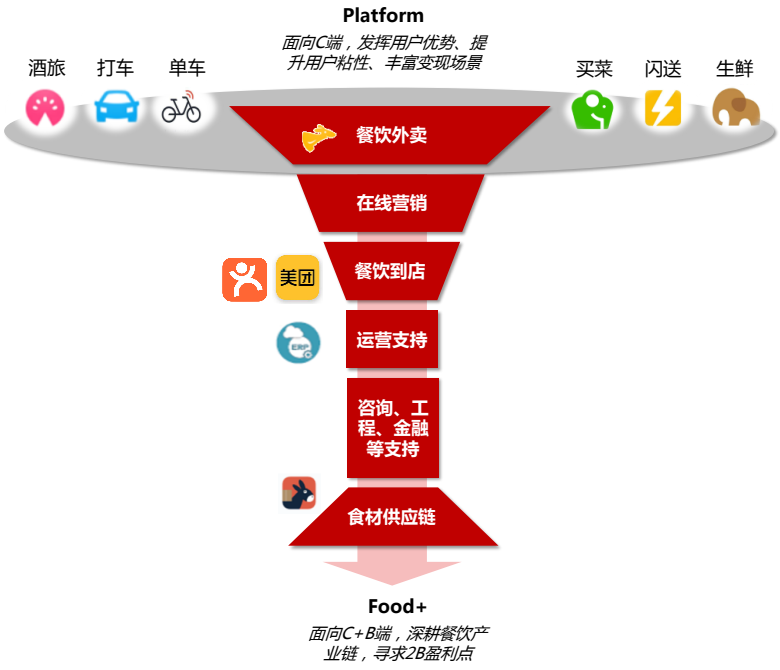
图 32：中国餐饮外卖市场规模及同比增速



资料来源：易观智库，长江证券研究所

依托到店和外卖业务优势，美团点评以餐饮业为支柱构建“Food+platform”。到店餐饮+外卖的业务模式一方面帮助美团强化了与餐饮商家的合作关系，另一方面吸引了庞大的用户流量。因此美团顺势深耕餐饮 B 端商户挖掘新盈利点，同时借助用户资源优势横向拓展其他生活服务类别。美团在用户新的认知中已经是一个服务平台了，打造闭环的生态链是服务型平台形成可持续服务生态的关键，也是长期生存的壁垒。

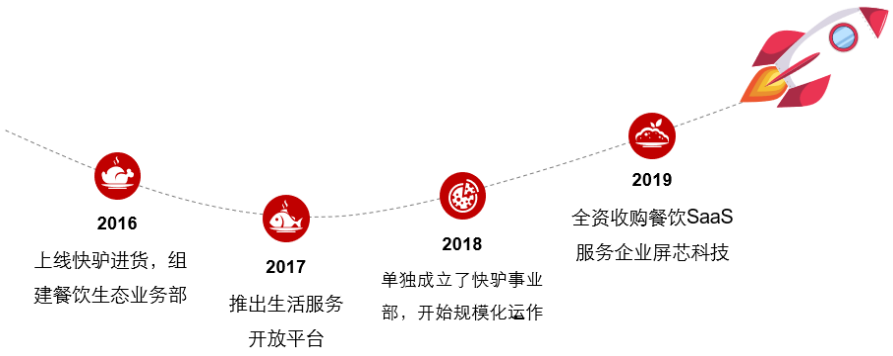
图 33：美团点评的“Food+Platform”生态



资料来源：长江证券研究所

此外，美团在餐饮供应链领域动作频。2016 年，美团上线了 B2B 餐饮采购平台快驴进货，试点餐饮供应链；同年，美团组建了餐饮生态业务部，销售餐饮软件，团队规模为 2000 人；2017 年 11 月，美团推出生活服务开放平台，为线下商户提供团购、数据统计、会员等通用解决方案以及细分行业的系统解决方案；2018 年组织架构调整后单独成立了快驴事业部，快驴进货业务开始规模化运作，目标客户是中小餐馆；2019 年 5 月，美团宣布已经完成全资收购餐饮 SaaS 服务企业屏芯科技。

图 34：美团点评餐饮供应链服务体系动作频频



资料来源：新浪网，长江证券研究所

美团深耕餐饮业 B 端业务的主要优势基于其在商家长期的业务合作关系。首先，美团深耕餐饮产业链，对行业熟悉程度较高、产业链上下游延伸较为容易；其次，美团的品牌以及服务已经被众多餐饮商家熟知，新业务推广障碍较小；此外，美团围绕商家提供的综合服务可以形成相互引流、综合定价，相对竞争者有明显竞争优势。

具备优秀供应链能力的公司发展动力强劲

目前部分 H 股、A 股上市的餐饮及食品企业在餐饮供应链建设上持续投入，有利于长期护城河的构建。餐饮企业往往从前端出发往上游布局，多建立自身的中央厨房、物流体系和采购体系；食品企业往往立足中游食材、调味料、底料等研发生产，下游兼顾 B 端和 C 端市场。未来具备优秀供应链管理能力的餐饮及食品企业有望持续发展壮大。

表 6：H 股、A 股部分上市公司情况

	2020-2-14	总市值（亿元人民币）	PE(TTM)	餐饮供应链布局
H 股	海底捞	1,556.60	79.79	国内最大火锅餐饮集团，依托集团内完善供应链体系，实现产品品质稳定及门店高速拓展
	颐海国际	489.42	79.42	国内最大中高端火锅底料调味料生产商，依托海底捞进行产品开发、渠道下沉及产能拓张
	呷哺呷哺	86.16	20.23	休闲火锅龙头品牌，深化供应链端的布局，包括食材供应、物流配送等环节
	九毛九	113.07	99.72	广东、海南和湖北三处建立中央厨房，太二品牌成立了大型芥菜种植基地、自建酸菜工厂
A 股	广州酒家	109.08	26.54	集团建立中央工厂服务旗下餐饮门店，半成品菜肴、盒饭、盆菜、速冻食品兼顾 B、C 端
	安井食品	137.10	43.94	火锅料制品龙头，采用“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”的渠道策略组合模式
	天味食品	154.56	51.77	致力于川味复合调味料的研发、生产和销售，服务下游火锅餐饮门店

资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

行业观点

免税板块内生增长较快、外部扰动渐消，期待市内店政策放宽，推荐**中国国旅**。2019年前三季度中国免税市场整体保持较高的景气度，预计全年中国免税市场增速将达到18%以上。其中，离岛免税受益于政策放宽和促销活动，增速显著提升。2020 年离岛免税政策细节仍有释放空间，市内店政策放宽细节有望落地，中国国旅有望直接受益。

景区板块消费转型叠加政策利好，短期业绩波动不改长期趋势，看好休闲景区龙头。2019年国内游人次稳健增长，出境游表现分化。**宋城演艺**，西安、上海项目计划今年开业，九寨沟项目也有望于今年重新开放，西塘、佛山、珠海项目顺利推进；轻资产宁乡和宜春项目表现良好，新郑项目预计 2020 年开业；第二轮异地项目更为优质，有望带动增速中枢上移。**中青旅**，低估值休闲景区稀缺标的，投资性价比突出。短期费用端改善趋势明确；中长期看，光大入主后战略持续优化，乌镇景区扩容、古北水镇客流反弹、客单价提升等成长逻辑仍在。**黄山旅游**，区位优势明显，围绕深耕长三角、扩展中远程、进军海外市场三大目标进行精准营销，再叠加门票降价影响，公司客流量有望稳步提升。

酒店板块经营数据增速逐渐筑底企稳，看好酒店龙头企业。在当前市场和经济形势下建议关注行业数据的改善，同时长期看好国内酒店品质升级、连锁化率提升逻辑的持续强化。**锦江酒店**，高开店能力及高加盟占比带来高成长性，未来公司将继续践行“全球布局、跨国经营”的发展战略，受益于规模效应、中高端品牌效应以及经营效率的提升，业绩有望持续释放。**首旅酒店**，看好公司受益于行业发展和自身结构调整、逐步释放业绩，新的中高端品牌推出以及开店计划的推进，有望实现业绩与估值提升的戴维斯双击。

餐饮板块推荐标准化程度高、易复制、易管控的优秀赛道。推荐粤式餐饮食品龙头**广州酒家**，速冻食品销量受疫情影响激增，建议关注新产能投放节奏及 2020 年中秋+国庆叠加月饼销售旺季的表现，产能扩张和市场拓展双管齐下，业绩增长具备坚实基础。火锅产业链推荐**海底捞**，2019 年开店速度有所提升、2020 年预计如期推进，身处标准化程度高的火锅赛道叠加确定性高的服务水平和环境吸引客户、增强客户粘性以及管理机制优异，构建坚实护城河。**颐海国际**，中国最大的、成长最快的中高端火锅底料调味料生产商，霸州一期投产在即，品牌+产品+渠道+产能四维定位夯实增速，未来将沿着品牌扩展、产品开发、渠道下沉及产能拓张四个方面发展。

人力资源板块看好具备先发优势和管理壁垒的龙头公司，推荐**科锐国际**。公司是中国大陆本土发展起来的人力资源解决方案提供商，已建立起高效专业的服务、丰富的候选人数据库、不断的产品创新等核心优势。当前宏观经济背景下，处于发展初期且自然增速较快的灵活用工业务将强化公司抗周期属性，支撑公司未来增长；猎头业务受益于公司对新模式的探索，有望持续环比改善。

教育板块优选升学就业赛道龙头标的。在国家政策和财政支持、消费者教育投入增加的共同影响下，我国教育行业的市场规模不断扩大。建议积极关注升学和就业两大刚需赛道优质龙头标的，重点推荐**中公教育**，看好公司凭借其在教研、渠道和管理方面的综合实力，积极拓展考研、IT 培训等业务范围，实现跨赛道持续高增长，打开业绩空间。**新东方在线**，依托新东方集团和腾讯集团强大的教育行业和互联网行业产业背景和资本优势，有望成长为线上教育龙头。**中国东方教育**，我国最大的职业技能培训供应商，短期看五大区域中心布局+校园网络扩张齐头并进，长期看好公司继续扩大培训业务范围。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海
浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉
武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京
西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼(518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会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公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。