冷链产业链全梳理 未来高增长的迹象在哪里?

今天，我们要研究的这个行业，乍一看，国内情景与美日等国水平差异很大，未来也许会有对标上的增长预测。但仔细梳理下来，我们发现，这个行业当下的发展模式，很大程度上受制于上下游的情况，因此目前要想对标美日，难度较大。

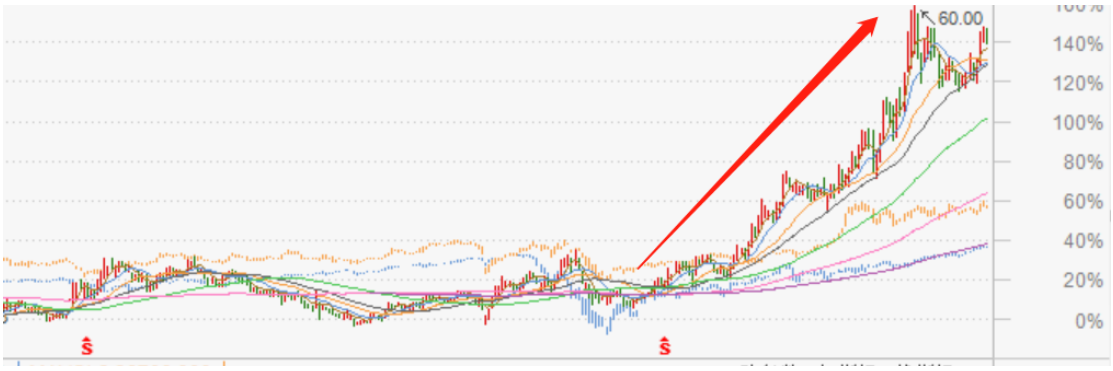
我们先来看一下美股巨头的画风：

2020 年营业收入增速为-12.01%，净利润增速为-67.83%，业绩大幅下挫，主要缘于卫生事件导致的出行受限。其股价自 2010 年到 2020 期间，涨幅为 300%，股价直接翻了 4 倍，它就是西斯科 Sysco，所在赛道为冷链供应商。



图：巨头 A 走势　　来源：Wind

而国内某细分龙头，在今年 4 月到 8 月之间，短短 4 个月内，暴涨 150%。



图：细分龙头 B 走势

来源：东方财富 Choice 数据

这两大龙头，分别对应美国的 **Sysco（西斯科）**，和国内的**海容冷链**。

今天，我们重点要做的，就是对冷链这条产业链的研究。

对冷链产业链，眼下我们要解决几个核心问题：

一是，这条产业链中国和美日水平差异较大，到底为何？

二是，这条产业链目前还处于早期阶段，那么未来其高增长的迹象在哪？

(壹)

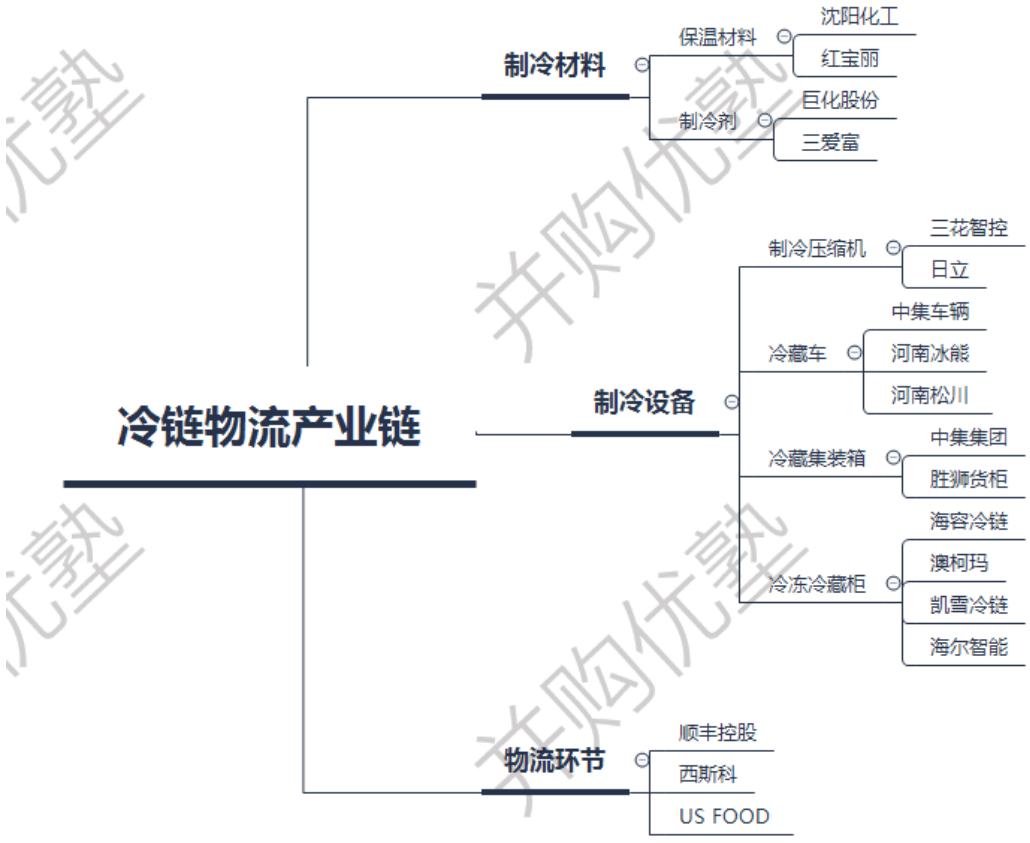
冷链，通常指的是冷链物流（Cold Chain Logistics）,归属于一种特殊的供应链系统，属于冷链技术和物流体系的统一。冷链物流覆盖四个环节，分别是冷冻加工、冷冻仓储、冷冻运输和冷冻销售。



图：冷链物流产业链

来源：《招商证券》

关于上述冷链环节中涉及到的上市公司，梳理如下：



图：冷链产业链

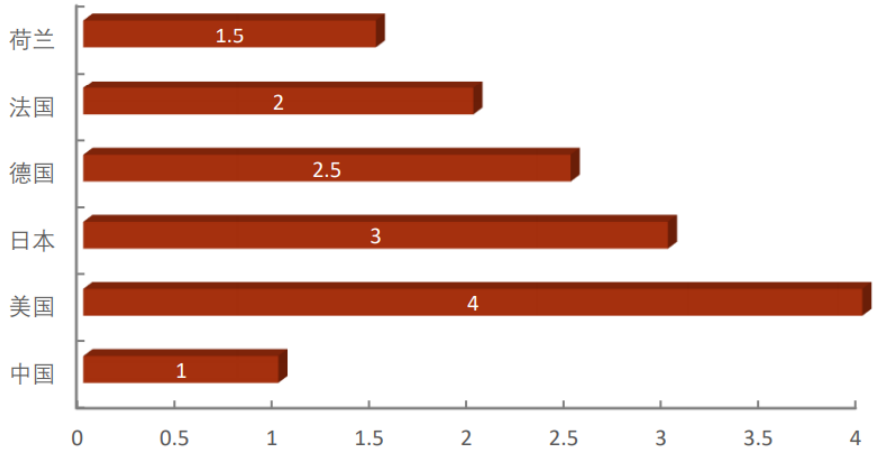
来源：塔坚研究

(贰)

在之前我们的超市产业链报告中（详见产业链报告库），分析过：未来超市行业突围的路径重点在于扩张**生鲜品类**，但生鲜这门生意毛利率不高，易损耗，对上游冷链环节要求较高，因此，才有了本篇报告。

冷库在整个冷链物流节中，属于重要的节点。冷库按照使用目的可分为两类，一类是交易型，位于农贸市场基地，一类是周转型，比如第三方仓储、配送中心这类。但目前，我国在冷库储备上，与发达国家差距较大。

图 32：人均冷库容量与发达国家对比



图：人均冷库容量对比

来源：招商证券

从人均冷库容量维度上看，美国是我国 4 倍，日本是我国 3 倍，德国是我国 2.5 倍。

而在冷藏车方面，我国人均冷藏车保有量为 0.13 台/千人，日本为 1.95 台/千人，美国为 1.76 台/千人。

从数据的对比来看，我国的冷链设施远远落后于发达国家。比如，美日的易腐蚀产品（果蔬、肉类、水产品等），其冷链的流动率（在物流过程中采用冷链物流的比例）为 95%以上，而这个数字在我国只有不到 50%。而这个问题，也导致我国生鲜产品运输途中损耗率为 25%到 30%，而美日在 5%以下。

表：中美日生鲜流通环节对比

	中国	日本	美国
主要流通渠道	产销批发市场	中央批发市场	配送中心
终端销售渠道	农贸市场(70%)	超市&食品商店(70%)	超市(90%)
主要流通形式	常温、自然	低温保鲜	冷链全程配套
保鲜量占总量的比例	10-20%	>50%	>50%
损耗率	25-30%	<5%	1-2%
物流成本占总成本比例	20-30%	10%	10%

图：中美日生鲜流通环节对比

来源：中物联冷链委、招商证券

看完上面这组数据，可以初步得出的结论是，冷链在中国的市场空间非常大。但注意，我们发现，上述数据中，还存在一个非常重要的疑问：

根据我们之前在电商产业链报告中的分析（详见产业链报告库），我国的快递处于全球领先水平，主要原因就是人口密度较高，公路基建较为完善，导致物流成本较低，但在冷链物流上，我国的物流成本竟然比日本、美国还要高出 2 到 3 倍。那么，为何会呈现出这样的反差？

（叁）

高额的成本，显然会制约行业的发展，通过冷链设备领域几家上市公司的财务数据，我们可以发现，近年的增长情况也不是非常乐观，并没有进入高速增长期：

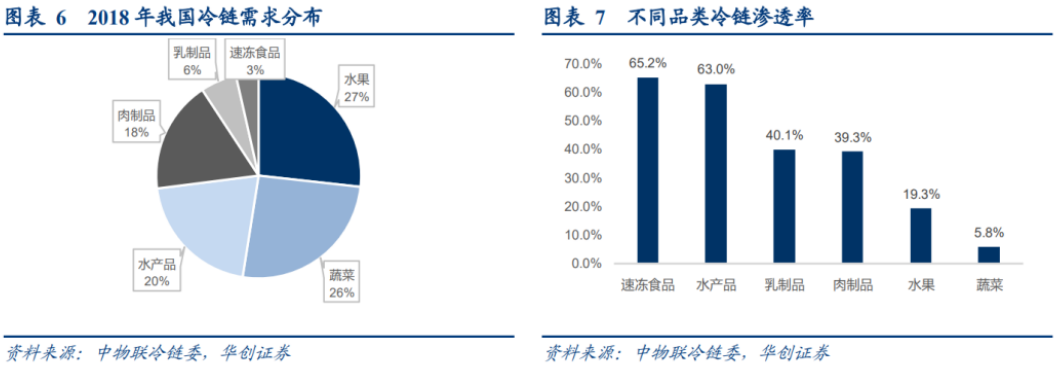
	业务内容	2017年	2018年	2019年
冰山冷热	冷冻机设备龙头	9.13%	-5.72%	-7.31%
冰轮环境	大中型冷库市占率40%以上	12.45%	4.47%	5.94%
中集车辆	冷藏车龙头		-15.49	19.66%

图：冷链设施代表公司数据情况

来源：塔坚研究

其中，冷冻机和冷库的收入增速并不乐观，甚至还出现了负增长情况。目前来看，只有冷藏车的增速较为乐观，但又存在波动性较大的问题。

接下来，我们重点探究我国冷链高成本的原因。首先，我们从冷链运输的产品来进行推导。首先，我国冷链运输的产品和发达地区存在较大差异。

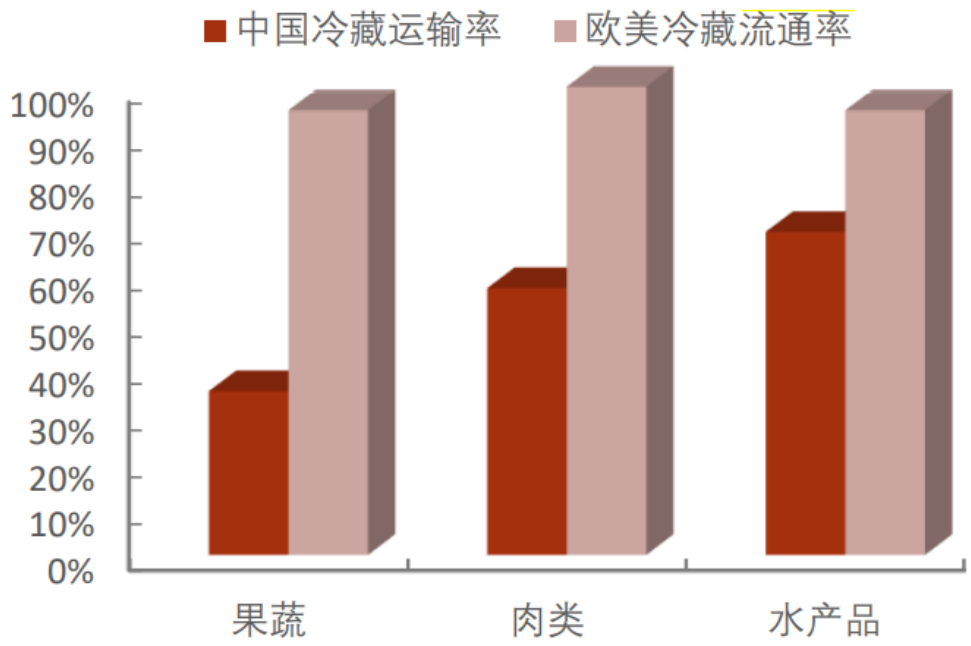


图：不同品类冷链渗透率

来源：华创证券

从我国各大品类冷链渗透率数据上来看，速冻食品和水产品的渗透率水平较高，其次为乳制品和肉制品，明显处于低位的是水果和蔬菜。

根据商务部披露的数据，欧洲、美国、日本等国家，冷链的渗透率在 95%到 99%之间，其中易腐食品的冷藏运输率已经超过 90%，某些产品（家禽、蛋奶）冷链流通率达到 100%。对比下来，我国果蔬的冷链渗透率提升空间更大。



图：冷藏运输率对比

来源：商务部、招商证券

注意，我国果蔬领域的渗透率尤其低，那么，果蔬与肉类产业链差异在哪，为什么冷链运输渗透率会有这么明显的差异？

（肆）

答案：上游、下游规模化程度。

先来看上游：

上游的品类，可以分为速冻食品、肉制品、乳制品、水果和蔬菜。高渗透率品类，其实已经形成了规模化生产，这一点，我们通过产业内代表上市公司数量可以看出。

比如，速冻食品的代表公司有三全食品、安井食品，乳制品领域已经形成以伊利和蒙牛为主的双寡头局面，此外还有光明、新希望、科迪乳业等上市公司，肉制品领域有温氏股份、牧原股份、圣农发展等。

而对于水果和蔬菜这两个领域，还未形成规模化生产，也就没有相当体量的上市公司出现。

这点，与美国有显著差异，根据招商证券统计，美国农业产值的 10%由 400 个大农场贡献，40%由中等规模农场贡献，而我国以商品化经营为主的农户占比仅有 2%。

接着看下游：

冷链环节的下游，主要是超市和餐厅。

根据中国烹饪协会发布的数据来看，美国餐饮标准化程度为 70%，日本为 90%，中国为 30%。因此，对于冷链的研究，整体上需要重点关注下游餐饮标准化和竞争格局的动态情况。

综上来看，冷链行业低速发展的源头在于，上游和下游的集中度、标准化程度都不高，而上游农业机械化程度提升，将会是一个长期缓慢过程，从中短期来看，只有下游餐厅、超市的集中度、标准化提升可为冷链带来爆发机会。

所以，对于中美日三个地区的冷链行业来说，商业模式上才存在非常明显的差异，美国、日本上游规范化化程度高，因此冷链公司的发展模式是以 B2B 为主，而我国冷链行业当下的商业模式，还处于以 C2C 为主的阶段。

我们认为，这样的上下游差异，是我国冷链始终无法进入高速发展期的主要矛盾，美国冷链巨头的发展历史，也可以侧面印证我们的观点。

美国的冷链供应巨头为 Sysco，Sysco 的核心业务是为 B 端供应食材，且这部分食材 60%为生鲜产品。它为超过 60 万家的餐饮、医院和政府机构等服务。

美国的食材供应市场受到地域限制，竞争格局较为分散，龙头 Sysco 的市占率有 16%，CR3 为 28%，其客户类型常年稳定，餐厅类客户为公司贡献 60%以上的收入。

表：Sysco各类客户对营收贡献占比

客户类型	2018	2017	2016	2015	2014
餐厅	62%	61%	63%	64%	62%
医疗机构	9%	9%	9%	9%	9%
教育机构和政府	8%	9%	8%	8%	9%
旅游、娱乐设施和零售商	8%	9%	8%	8%	8%
其他	13%	12%	8%	11%	12%

图：Sysco 客户贡献收入情况

来源：招商证券

Sysco 的采购模式以中央直采为主，公司根据对客户需求量的预测值来对上游集中采购，后再发往各个地区的运营公司，这一点主要受益于上游农业机械化率高，大农场经营模式。如果是小农模式，则只能以分区采购为主，再运往各个地区运营商。

因此，梳理下来我们可以发现，美股冷链巨头 Sysco 的发展壮大，大背景在于餐厅连锁化程度提升，同时，上游农业机械化水平和人工产值均高，也利于 Sysco 这样的食材供应商集中采购。

同时，Sysco 也开始向上游布局，为餐饮供应旗下品牌菜系。目前 Sysco 共有 13 个自主品牌，它自营的产品主要以美式、意大利、墨西哥等各个主流菜系所需要的食材为主，产品覆盖鲜冻肉、海鲜、家禽、水果蔬菜等品类。

冷链发展的路径和主要矛盾梳理清楚后，我们接下来思考，我国冷链行业在什么时候会从 C2C 进入 B2B 阶段？未来，这个行业，该如何跟踪观察？

（伍）

先看上游。

制约上游规模化提升的主要原因，是农业械化水平较低，我国仍然以小农耕作为主，导致生鲜食材的供应效率不高，仅仅通过加开冷藏车、冷库，无法从根源上提升配送效率。

我们以“每 100 平方公里耕地的拖拉机数量”这个指标来看，来看一下中美日三国的差异情况。

我们根据统计局披露的拖拉机年产量，反推 2019 年，我国每 100 平方公里耕地的拖拉机数量大致为 145 台，大致处于日本 1966 年水平。

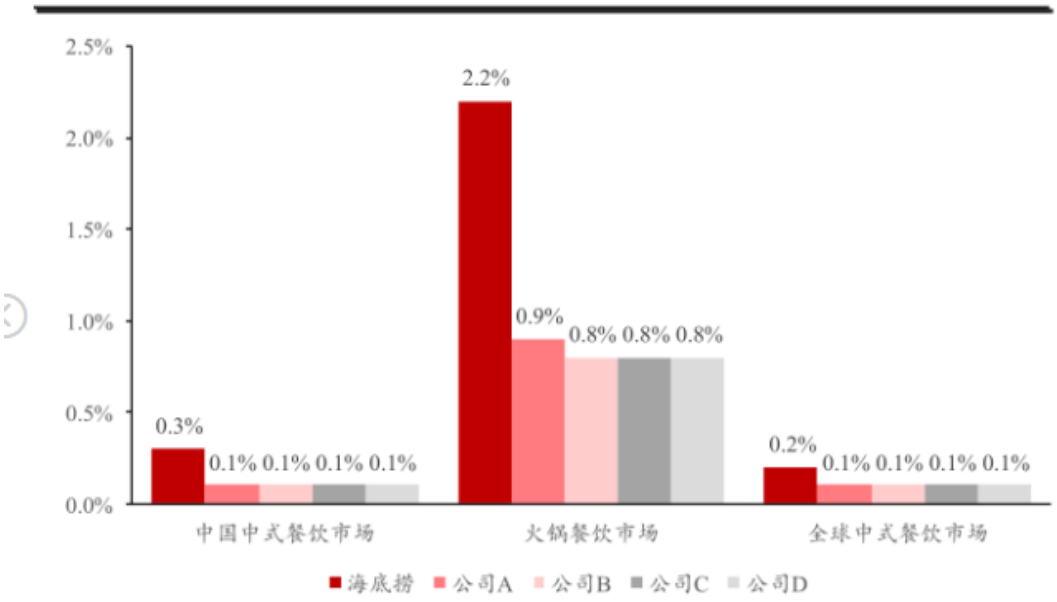
虽然该数据如今已经不再更新，美国、日本这项数据在 2002 年后就停止统计，截止目前，美国的情况为 265 台（中大型为主）、日本为 4482 台（小型为主）。可见，我国的农业机械化程度远低于发达地区。

后续，拖拉机增速，以及百平方公里拖拉机数量，是值得我们持续关注的跟踪指标。

再看下游。

我们餐饮中，标准化程度相对靠前，连锁模式扩张迅速的，是火锅赛道，我们观察龙头海底捞,其在中式餐饮市场、火锅市场的市占率分别为 0.3%和 2.2%。

注意，餐饮连锁行业的巨头，市占率水平都如此低，可见我国餐饮行业呈现分散化发展情形。



图：海底捞市占率

来源：招股书

因此，下游可以通过海底捞市占率这个数据来跟踪。

梳理到这里，可以明确，目前我国冷链行业上游和下游 B 端发展都极为分散，不利于冷链企业效仿美国走 B2B 模式，只能走 C2C，并且，与海外的差距并不小，因此，在近年内，我们认为冷链行业很难有超出运输行业整体的增长，

我们暂且采用近三年公路货运量增速均值 4.4%，这个增速水平作为行业整体的参考。

（陆）

那么，我国冷链大行业中，有没有一些细分领域的机会？

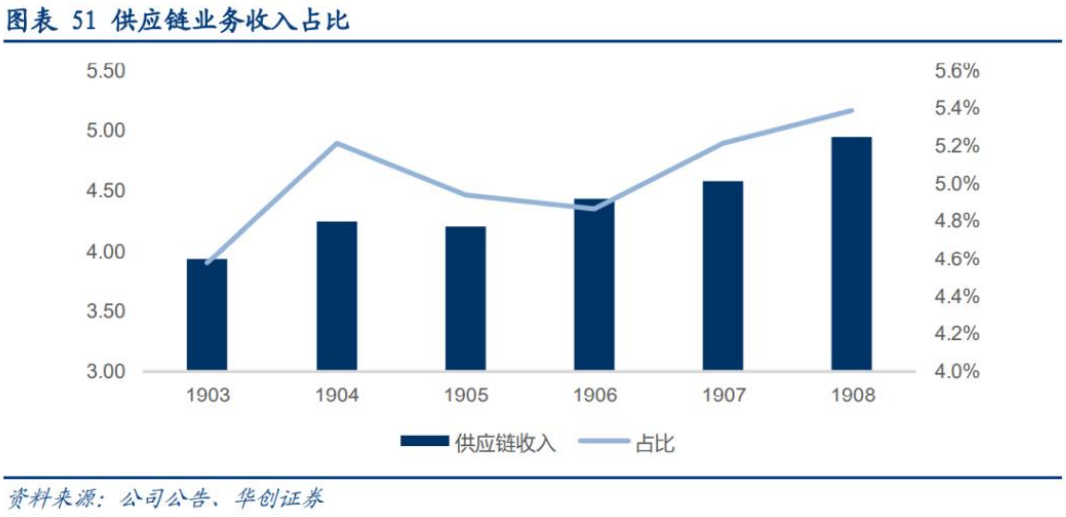
我们沿着上述主要矛盾进行推导：制约冷链发展的首要问题是成本，那么，什么市场里对成本不敏感？

答案：高端市场。

高端冷链受成本的干扰较小，并且，高端冷链和中低端冷链较大的差异在于，其并不是走公路冷链，而是航空冷链。

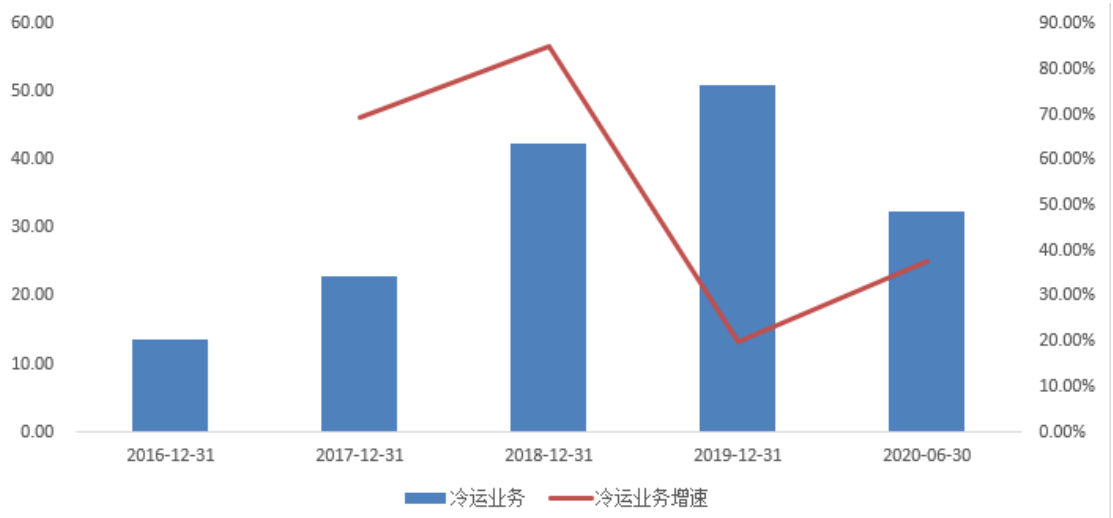
航空冷链，与另一个赛道有所重合——快递。目前，在航空冷链领域，布局领先的，为顺丰控股，其通过并购 DHL 供应链及新夏晖来实现了快速布局。（对顺丰，我们在今年 2 月做过详细研究，详见专业版报告库）

顺丰的供应链业务主要为生鲜、新零售餐饮等头部客户提供冷链和仓储服务，公司从 2019 年 3 月开始披露供应链业务收入情况：



图：顺丰供应链业务情况

来源：华创证券



图：顺丰冷运业务增速情况

来源：塔坚研究

2017 年到 2019 年，顺丰冷运板块的增速分别为 69.37%、84.92%、20.03%，处于高速增长中。

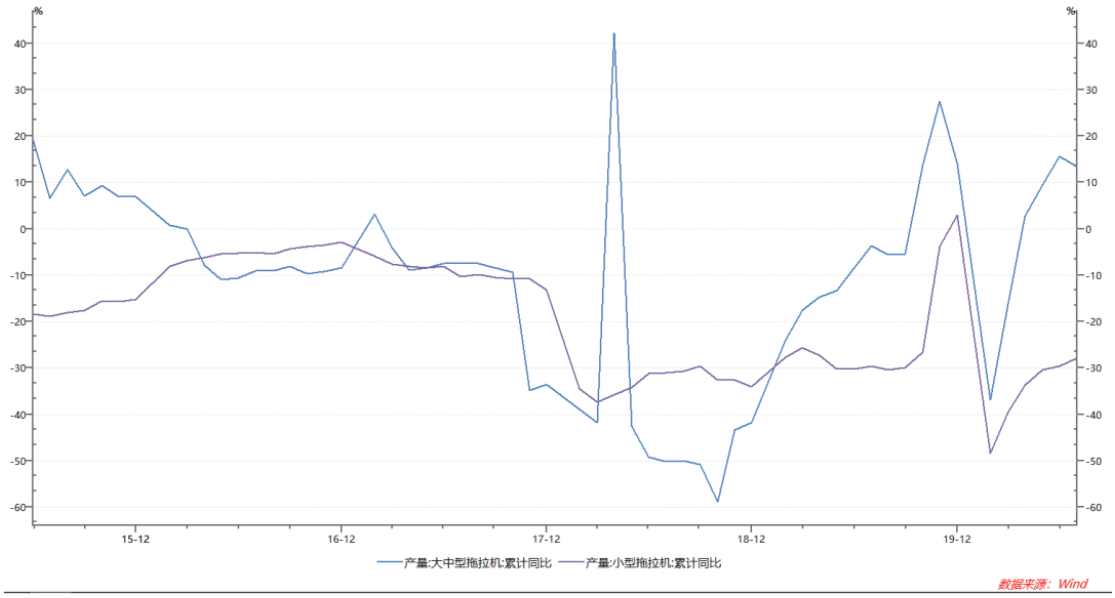
考虑到航空冷链并没有受到成本限制，因此，其渗透率发展可以参照欧美发达经济体。假定十年内，水果渗透率能从 20%提升到 100%，则行业空间还有 5 倍，若肉制品可以从 40%提升到 100%，则行业空间还有 2.5 倍。

由于航空冷链中食品和水果的比例不详，因此我们大致可以推算，航空冷链行业未来 10 年的空间，大致在 2.5 倍到 5 倍之间，即，增速在年化 9.59%至 17.46%之间，目前顺丰冷链业务的增长情况略高于该测算水平。

(柒)

梳理到这里，我们已经明确造冷链行业的增长逻辑，接着来看一组行业内的高频跟踪数据。

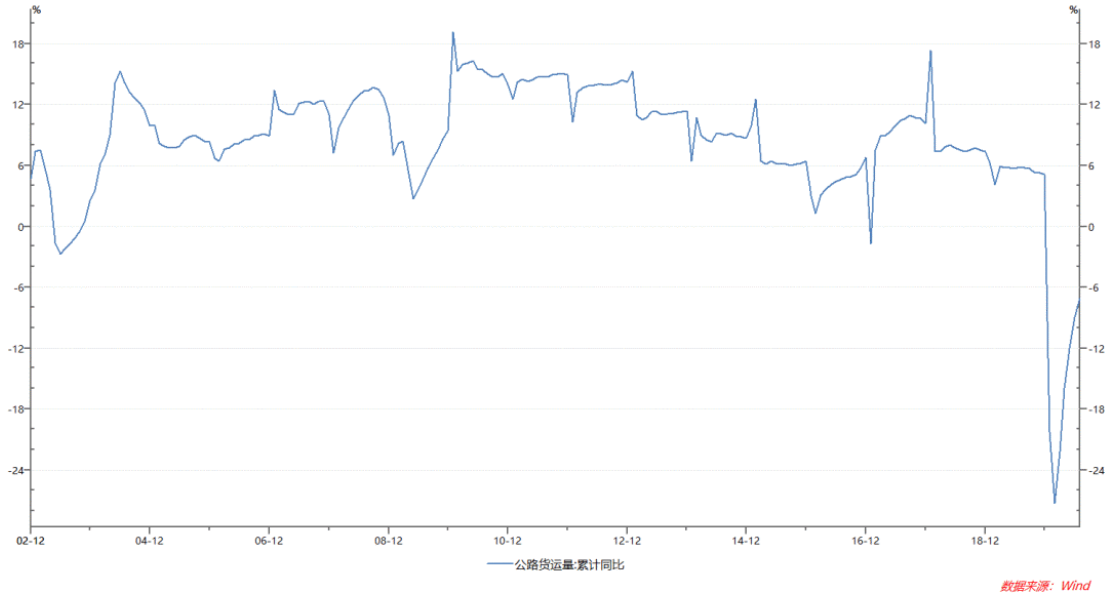
1）拖拉机产量 （月频），通过拖拉机累计销量同比数据来观测上游农业化机械化进程情况，当然这个进程应该是漫长的。



图：大中型、小型拖拉机产量累计同比

来源：Wind

2）公路货运量增速



图：公路货运量累计同比

来源：Wind

（捌）

产业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱.....

.....

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版报告库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优

塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。