

食品饮料行业跟踪周报

白酒渠道改革持续，餐饮降本增效弹性显著 增持（维持）

2023年04月03日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001
wangyj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

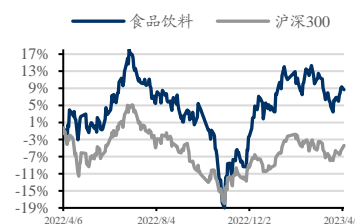
执业证书：S0600522090007
liyzh@dwzq.com.cn

关键词：#消费升级 #成本下降

投资要点

- 白酒：**针对经销商渠道改革各有千秋。1) **金种子酒：**头号种子将打破白酒运营顽疾，与华润渠道强强联合。头号种子有望与华润强势的啤酒渠道强强联合，此外公司将头号种子作为解决白酒价格倒挂和渠道压货等问题的第一炮。2) **贵州茅台：**22年高质量兑现，直销占比40%，23年延续15%增速目标。全年直销占比40%，产品价格提升幅度超预期，公司明确2023年总收入较上年度增长15%，技改后茅台酒未来实际产能有望从5.6万吨提升至7.6万吨左右。
- 大众品：**2023年业绩均有望稳中向好。1) **蒙牛乳业：**鲜奶+冰淇淋助力增长，整体利润率向好。鲜奶和冰淇淋是未来核心增长点，常温业务的基础白+特仑苏等品类稳中向好，公司未来整体利润率向好，竞争格局有望逐步改善。2) **莱茵生物：**收入符合预期，植提业务稳步增长。天然甜味剂快速增长，芬美意订单顺利履约，国内客户合作陆续推进，非公开发行业落地，布局合成生物夯实长期优势。3) **颐海国际：**2022年业绩超预期，期待第三方成长潜力。2022H2第三方增速回暖，2023复调发力B端，产研创新持续，管理架构优化，渠道改革持续。
- 泛餐饮：**疫情期间降本增效成果显现，继续看好疫情后复苏。1) **奈雪的茶：**23年一季度恢复较好，全年有望加速开店至600家。公司生意不错所以暂不考虑加盟战略，2023Q1是淡季但单店日销恢复较好，2023年计划开店600家（高于此前预期350-400家），2023年和远期净利率目标5%和10%。2) **海底捞：**H2业绩大幅回暖，看好23年恢复弹性。持续降本增效成效显著，业绩表现符合预期，经营表现稳健，新开门店&中国港澳台地区门店表现良好。3) **特海国际：**实现正向盈利，加强本土渗透。坚持本土化推进，80%是当地雇员，成本控制显著，在2022年原材料成本占比从36.4%下降到35.2%。4) **呷哺呷哺：**2023年继续扩张门店但缩小面积，持续改善单店成本。单店成本高企，将持续改善租售比，2023年预期降低3000万元预算，此外门店继续扩张但缩小面积。5) **海伦司：**发力下沉市场，完善门店迭代。22年门店深度调整，新模式有望助力市场下沉，随着公司持续降本增效和单店日销的修复，23年单店模型弹性可期。6) **广州酒家：**业绩符合预期，看好疫后复苏潜力。2022Q4速冻高增持续但餐饮承压，经销商渠道不断优化，省内外经销商数量均有增长。7) **华住集团：**疫情后复苏良好，产品结构持续优化。规模持续扩张，品牌矩阵持续完善，坚持降本增效，疫情后RevPar复苏明显。
- 风险提示：**疫情反复、宏观经济波动、食品安全问题、复苏不及预期。

行业走势



相关研究

《零食渠道红利持续释放，华润业绩略超预期》

2023-03-27

《23Q1白酒板块业绩前瞻：预期较稳定，看好当前白酒板块配置价值》

2023-03-27

内容目录

1. 本周调研反馈	3
1.1. 金种子酒：头号种子将打破白酒运营顽疾，与华润渠道强强联合	3
1.2. 蒙牛乳业：鲜奶+冰淇淋助力增长，整体利润率向好	3
1.3. 奈雪的茶：23年一季度恢复较好，全年有望加速开店至600家	3
1.4. 颐海国际：期待23年产能扩张和爆品瓶颈突破	4
1.5. 海底捞：H2业绩大幅回暖，看好23年恢复弹性	5
1.6. 特海国际：实现正向盈利，加强本土渗透	5
1.7. 呷哺呷哺：2023年继续扩张门店但缩小面积，持续改善单店成本	5
1.8. 海伦司：发力下沉市场，完善门店迭代	6
1.9. 华住集团：疫情后复苏良好，产品结构持续优化	6
2. 本周公司2022年报点评	7
2.1. 贵州茅台：22年高质量兑现，23年延续15%增速目标	7
2.2. 颐海国际：2022年业绩超预期，期待第三方成长潜力	8
2.3. 海底捞：2022年业绩回暖符合我们预期，看好复苏弹性	8
2.4. 广州酒家：业绩符合预期，看好疫后复苏潜力	9
2.5. 莱茵生物：收入符合预期，植提业务稳步增长	9
2.6. 海伦司：22年业绩符合预期，23年轻装上阵复苏可期	10
2.7. 复星国际：聚焦主业，未来增长动能充足	11
3. 风险提示	11

1. 本周调研反馈

1.1. 金种子酒：头号种子将打破白酒运营顽疾，与华润渠道强强联合

事件：公司头号种子新品重磅发布，头号种子是金种子和甲骨文创意设计团队强强联合，共同锤炼打造的一环迎合新时代年轻潮流风范的光瓶口粮酒，从酒体品质到包装设计，再到营销理念，进行了一系列的改进创新。

头号种子与华润渠道强强联合。公司认为光瓶酒的渠道和啤酒渠道的融合程度可以高达 90%，头号种子有望与华润强势的啤酒渠道强强联合：华润雪花在全国经销商渠道十分强劲，且其中大部分并不销售白酒，非常适合头号种子的销售。

将头号种子作为解决白酒价格倒挂和渠道压货等问题的第一炮。1) 三价齐管：头号种子 68 元的终端售价刚性化，同时严管终端适度竞价和发票价，保证各个环节的合理利润。2) 经销商安全库存管理：不以压经销商的库存的方式来完成自身目标，将终端的安全库存超标责任落实到公司销售团队上，同时对经销商的实力和专业度进行考核和筛选，追求长期的可持续发展的动销。

1.2. 蒙牛乳业：鲜奶+冰淇淋助力增长，整体利润率向好

事件：2022 年公司收入 925.9 亿元，同比+5.1%；经营利润 54.23 亿元，同比+11.6%；归母净利润 53.03 亿元，同比+5.5%。2022H2 公司收入 448.1 亿元，同比+6.2%；经营利润 29.03 亿元，同比+39%；归母净利润 15.52 亿元，同比-25%。

鲜奶和冰淇淋是未来核心增长点。2022 年常温业务的基础白+特仑苏等品类稳中向好：年特仑苏高端品类表现亮眼，特仑苏有机已经超过竞品成为市场第一；常温线上线下一体化进步喜人，线下 RTM 不断推进；常温乳饮料中真果粒品牌很强，2023 年预计在人流、旅游、休闲方面都有反弹。未来核心增长点：1) 鲜奶增长强劲。疫情防控政策对业务影响很大，但鲜奶 22 年还是取得了双位数增长，特别是每日鲜语有超过 30% 的强力增长。2) 冰淇淋增长强劲。公司坚定品类和产品创新以及跨界联动，比如茅台冰激凌虽然价格较高但表现十分亮眼，此外，2023 年会与同仁堂合作推出新品上市。

公司未来整体利润率向好，竞争格局有望逐步改善。公司 2022 年基础白不到 200 亿，特仑苏超 300 亿，奶价的周期只影响波动，不影响趋势，近年来品类结构趋势向好，未来整体利润率往上的趋势比较确定。竞争格局：虹吸效应导致每个品类都逐步形成 CR2>60-70 的竞争格局，双寡头格局形成后，70-80% 的盈利能力改善都来自公司自身的策略和经营，竞争维度带来的改善只占 20-30%。费用率和资本开支：2022 年费用下滑主要是因为部分营销活动停滞，未来费率合理范围预计在 25% 左右；2021 年公司资本开支高峰结束，2022 年资本开支中厂房及设备开支降低到 50 亿，预计 2023 年仍有望下降。销售及经销费用率持续优化，随着营销效率提升和渠道精耕，费效比改善明显。

1.3. 奈雪的茶：23 年一季度恢复较好，全年有望加速开店至 600 家

事件：2022年集团收入43亿元，基本与前年持平，其中主品牌奈雪的茶收入占比92.5%。公司全年新开约300家门店，净新增251家，仍然主要集中在现有的一线、新一线和重点二线城市。

公司关于加盟、价格带等战略的考量。加盟战略：茶饮行业竞争十分激烈，直营在选址和成本控制方面要求较高导致很多品牌被迫做加盟，公司2023Q1生意不错，门店平均一次性投入约100万元，盈亏平衡点2~3个月，一次性回报周期约1年，故暂不考虑加盟。价格带战略：继续使用同一个sku出高配版和性价比版策略，此外，2023年产品价格更多在20-25元区间，相较于22年一半新品在15-20元区间，23年会有一个客单价的提升。开设首家奈雪茶院，主要考虑满足部分纯茶或商务场景消费需求，属于新尝试。

2023年扩张计划和财务指引。2023年1-3月是年度淡季，但单店日销恢复情况依然较好。开店预期：全年计划开店600家（此前预期350-400家），主要是核心城市加密，少量下沉，节奏上预计三四季度依然是开店高峰。盈利预期：净利率5%（此前预期微盈利），其中盈利主要来自主业恢复，远期净利率目标10%；短中期来看，人力成本占比降到20%以内，租金成本占比降到15%以内，经营利润率20%。总部费用和RTD预期：总部开支往后三年稳定，收入恢复后预计占比下降；RTD全年目标盈亏平衡。

1.4. 颐海国际：期待23年产能扩张和爆品瓶颈突破

事件：营收34.6亿（yoy+4.4%），其中关联方8.3亿元（yoy-20.3%，降幅环比上半年收窄5.9pct），第三方26.3亿元（yoy+15.8%），第三方收入占比提升0.5pct至76%。毛利率回暖及费控良好：整体毛利率31.5%（环比2022H1+3pct），主要系产品结构优化与原料价格环比下行；销售费用率9.6%（环比2022H1-2.1pct），管理费用率2.9%（环比2022H1-1.8pct）。

公司希望避免繁冗的组织架构与管理层级，保持组织灵活性和生命力。产品研发方面，公司2022年对产品研发组织进行进一步调整，逐步打破产品开发边界陷阱，突破品类发展僵局，扩充了研发团队、优化了研发团队的人员架构与激励机制，有利于公司提升公司的整体产品力。销售体系方面，2022年公司继续秉承“连住利益，锁住管理”的原则，深化销售合伙人机制。渠道管理方面，公司进一步开展渠道标准化管理，例如逐步明确各渠道管理的具体标准，并将合伙人的评价体系与该标准相关联，以提高渠道管理的效率和统一性。

2023年公司会根据市场发展情况进一步补充产能。公司华北工厂在2023年3月会先期投入2.5万吨产能，产能设计8万吨。安徽马鞍山二期已经于2023年2月份投产，主要生产蘸料包等。漯河的生产基地已经在2023年3月新增产能。简阳生产基地将在2023年年底投产，产能规划在2.5万吨左右。泰国工厂将在2023年4月开始正式生产，预计产能直接达到1.6万吨。

1.5. 海底捞：H2 业绩大幅回暖，看好 23 年恢复弹性

事件：公司 2022 年实现营收 347.4 亿元 (yoy-15.5%)，剔除分拆的海外业务，持续经营业务收入 310.4 亿元 (yoy-20.6%)。其中，大中华地区餐厅、外卖业务和零售业务收入分别为 289.4、12.8 和 6.6 亿元，占收入比分别为 93.3%、4.1%和 2.1%。集团 2022 年实现整体利润 13.7 亿元，其中来自持续经营业务的年内净利润 16.4 亿元，而上年净亏损 32.5 亿元。营收虽因疫情有所下滑，但利润上升明显，扭亏为盈。

2023 年开店策略审慎扩张：截至 2022 年底，不包括特海国际下属海外业务，海底捞在大中华区总共有 1371 家餐厅，其中 1349 家在中国大陆，22 家在港澳台地区。2022 年在大中华区精挑细选新开 24 家门店，大多数在开业 3 个月内实现盈亏平衡，所有新店在年内已实现盈亏平衡。此外，超过 96%的重新开张已关停门店(硬骨头门店)在 2023 年 1-2 月已实现现金流盈利。2023 年开店策略是审慎扩张，过去几年门店数量增长快，但实际情况和预期有差距，对于开店的翻台率目标不是硬性规定达到 4，而是根据市场情况和实际运营效率动态衡量。

公司对 2023 年翻台率恢复充满信心。2022 年大中华区整体门店翻台率 3.0 次/天，保本翻台率降到 2-3 但会根据市场和区域情况动态变化。2023 年一季度翻台率稳中向好，23 年 1 月好于 22 年同期；2023 年 2 月一线、新一线城市翻台率没有三线及以下表现强劲，主要因为三线及以下城市受到返乡流的带动翻台率表现强劲。疫情放开后，前期出现人工紧张情况(员工感染)，后期因员工春节返乡也面临用工紧张情况，对翻台率有一定影响；23 年 3 月恢复良好，超过 22 年同期。整体上公司对于 2023 年经济政策调整和翻台率恢复充满信心。

1.6. 特海国际：实现正向盈利，加强本土渗透

事件：2022 年全年营业收入 5.58 亿美元，同比增长 78.7%，餐厅经营收入 5.46 亿美元，同比增长 84.3%。2022 年净亏损为 4,126 万美元，同比上年的净亏损 1.01 亿美元。餐厅层面经营的净利润达到 10.1%。

本土化推进：总部组建产品管理部，分为锅底/菜品/小吃三大业务项目组。2022 年共计上新 233 款新品，总体采取标准化与本土化结合产品，例如，马来西亚推出的咖喱虾锅底，澳洲推出的奶油南瓜锅底，以及印尼推出的滋补鸡汤锅底。管理半径缩小，加大社群和当地语言互动，2022 年 80%是当地雇员，管理团队中有超 20%为当地国籍/当地培养人群，部分地区本土顾客比例达 80%。

成本控制显著：在 2022 年原材料成本占比从 36.4%下降到 35.2%。得益于内部精细化管理，优化采购流程和供应商的结构，提升供应链，门店端进行精细化管理，减少食材浪费。2022 年单店模型，门店层面原材料占比约 35%，人工占比约 33%，租金从现金维度占比约 8%。23 年 1-3 月原材料成本相对稳定，后续会持续关注。

1.7. 呷哺呷哺：2023 年继续扩张门店但缩小面积，持续改善单店成本

事件：2022 年整体合计营收约 41 亿元，同比下降 23.1%，其中，火锅品牌约实现营收 22 亿元，食品零售营收约 1.4 亿，外卖营收约 3.4 亿。毛利率 61.9%，EBITDA 由 18.3%下降至 14.8%左右。现金及现金等价物金额尚余 6.9 亿元，相比 2021 年下降 2 亿元左右。

单店成本高企，改善租售比：呷哺呷哺 2022 年单店固定成本 87%，翻桌率 1.9，人均消费单价 64 元。凑凑固定成本 91%，翻桌率 1.9，人均单价 140-150 元。欢乐烤肉人均单价 220 元。公司通过轻量化模型、启动智能选址系和重议价方式改善租售比，2023 年预期降低 3000 万元预算。

2023 年门店继续扩张但缩小面积：2022 年呷哺呷哺开店 41 家，闭店 81 家，凑凑开店 44 家，闭店 3 家。2023 年度将新开 120 家门店，公司预期呷哺呷哺整体有 3000 个的位纳量，在 2026 年能够达到 1500 家的门店，凑凑能够达到 520 家的门店，于此同时缩小门店面积。此外，公司将发力外卖业务，并在 23 年度大幅调整 SKU，考虑开拓独立外卖品牌，对比三方平台成本，倾向自营品牌点单。

1.8. 海伦司：发力下沉市场，完善门店迭代

事件：2022 年实现收入 15.59 亿元，同比下降 15.1%，经调整净亏损为-2.45 亿元，2021 年同期经调整净利润为 1.11 亿元。2022 年 8.5 亿的酒馆优化及亏损调整的一次性损失构成主要为：1) 2022 年 245 家闭店约亏损 2+亿元，平均单店的闭店亏损在 80 万-90 万；2) 100+门店转加盟导致的减值，单店减值在 130 万左右；3) 对 2018-2022 年有累计税前亏损和 2022 年税前亏损的 400+门店减值 5 个亿，单店减值达 100+万元。

门店调整布局持续优化：2022 年新增门店 180 家，闭店 245 家。2023 年开店计划：预计仍将有几十家门店需完成闭店流程，新开店中 50%为标准门店，40%大店，10%旗舰店，虽然三种不同的店型投入不一，但单桌投入大概就是 2.5-3 万，2023 年大约新开 200 家店，需要约 3 亿元的投入。门店扩张的战略：2022 年公司由全直营的模式转为开放加盟的合作型模式，主要由于经过疫情三年，公司认为共创共享共担风险的模式更有利于公司的长远发展；此外，公司发力下沉市场，主要布局三线及以下城市，22 年下半年新酒馆日销明显优于 21 年数据，证明下沉战略较为成功。

22 年单店日销受损，23 年有望修复：22 年受疫情冲击公司单店日销同比下降 23.9%至 7000 元，但随着公司及时调整战略和推进韧性较强的新模式，22H2 公司新开门店单店日销达到 7800 元，高于 22H1 新开门店和 21 年新开门店的单店日销。根据公司交流，23 年 2 月公司营业门店整体日销 1.1+万元，系 2019 年同期的 106%、2022 年同期的 136%，复苏势头较好。后续经营方面将持续降本增效，降低总部和标准门店人力数量，对门店布局优化，提高特定门店桌数和使用率，优化每月库存，定期淘汰尾部产品。

1.9. 华住集团：疫情后复苏良好，产品结构持续优化

事件：2022 年全年收入同比增长 8.4%，其中来自 DH 的收入增长了 108.5%，中国

业务收入同比下降了 5.3%。全年运营成本为 120 亿元。全年营业利润为-2.94 亿元。

规模持续扩张，品牌矩阵完善：华住中国 22 年新开酒店 1244 家，共有 8,411 家酒店在运营，成立六个区域总部。战略上持续渗透低线城市，截至 2022 年，低线城市运营的酒店占 38% (yoy+1%)，策略上提升整体酒店质量，经济品牌比例降低，夯实主力品牌矩阵，中档市场中汉庭和全季作为核心品牌，你好和桔子酒店是互补品牌，中高档品牌持续渗透，截止 22 年底，287 家酒店筹备中。2023 年总开业目标为 1400 家，计划关闭 600-650 家无法产生收入门店。

坚持降本增效，疫情后 RevPar 复苏明显：2022 年公司实现约 3 亿元租金削减，并在全年削减总部 15% 员工人数，进一步完善了组织架构，升级数字化体系。2023 年第一季度与 2019 年同期相比，RevPar 的复苏约为 110%，预计 2023 年净收入同比增长约 61% 至 65%，除 DH 以外的中国业务预计增长 53%-57%，全年收入预计增长 42%-46%。

2. 本周公司 2022 年报点评

2.1. 贵州茅台：22 年高质量兑现，23 年延续 15% 增速目标

事件：2022 年营业总收入 1276 亿元，同比+16.5%，归母净利润 627 亿元，同比+19.6%。符合前期的公告披露。

全年直销占比 40%，产品价格提升幅度超预期。全年分产品看，茅台酒实现 1078 亿元，同比+15.4%，量 3.8 万吨，同比+4.5%，销量增加 0.16 万吨，我们预计主要增量在精品 (+500t)、珍品 (+300t)、生肖酒及 100ml，吨价 285 万元/吨，同比+10.4%；系列酒全年 159 亿元，同比+26.5%，量+0.3%/价+26.1%，主要系茅台 1935 放量全年预计贡献销售额 50 亿左右，其他系列酒下滑 10% 左右。分渠道来看，直销 494 亿元，同比+105%，量+95%/价+5%，占营收比重提升到 40%，同比大幅提升 17pct。i 茅台自去年 3.31 上线以后，全年实现不含税销售收入 118.83 亿元，截至 22 年末注册用户超 3000 万，更重要的是成为茅台直营体系中非常重要抓手。

税金率保持稳定，现金流优秀。公司 22 年销售毛利率 91.87%，同比+0.33pct，其中茅台酒毛利率 94.19%/+0.16pct 系列酒毛利率 77.22%/+3.53pct；四个季度的税金率分别为 13.1%、16.7%、16.2%、12.9%，全年税金率 14.5%，维持正常区间；期间费用率 8.91%，保持稳定；销售净利率实现 52.68%，稳步提升+0.21pct。公司销售收现 1407 亿元，同比+17.9%，截至到 22 年末，合同负债 154.7 亿元，同比+27.5 亿元，环比+36.3 亿元。

增速中枢有望延续 15%，持续学习求变。公司持续稳健，明确 2023 年总收入较上年度增长 15%，从 22 年表现来看公司量价齐升仍有多种排列组合方式，技改后茅台酒未来实际产能有望从 5.6 万吨提升至 7.6 万吨左右；通过产品结构调整和丰富，i 茅台+直营渠道(去年新增 7 家直营门店)持续提升价格体系；长期渠道利润仍有望逐步收回。在营销方面，第三代专卖店、线上“巽风数字世界”、茅台冰淇淋&雪泥新品、二十四节

气等都是持续学习的体现，积极求变，走好每一步高质量的发展。

2.2. 颐海国际：2022 年业绩超预期，期待第三方成长潜力

事件：公司发布 2022 年报，公司全年营收 61.5 亿元 (yoy+3.4%)，归母净利润 7.4 亿元 (yoy-3.2%)，其中 2022H2 营收 34.6 亿 (yoy+4.4%)，其中关联方 8.3 亿元 (yoy-20.3%，降幅环比上半年收窄 5.9pct)，第三方 26.3 亿元 (yoy+15.8%)，第三方收入占比提升 0.5pct 至 76%。归母净利 4.8 亿元 (yoy+14.7%)，表现超预期，归母净利率为 13.8%。

2022H2 第三方增速回暖，2023 复调发力 B 端，产研创新持续。1) 火锅调料：2022H2 营收 22.4 亿元 (yoy+6.9%)，收入占比 64.8%，整体毛利率 36.1% (环比提升 3.3pct)，其中关联方营收 7.9 亿元 (yoy-17.8%)，毛利率 13.1% (环比 22H1+0.4pct)，第三方营收 14.5 亿元 (yoy+27.6%)。2) 中式复调：2022H2 营收 2.3 亿元 (yoy+8.4%)，收入占比 6.5%，毛利率 32.8%，环比+1pct，2023 年公司将聚焦大单品发力 2B 渠道，业务增长潜力可期。3) 方便速食：2022H2 营收 9.7 亿元 (yoy+1.9%)，收入占比 28.1%，我们预计其中自热小火锅/冲泡系列/自热米饭收入约 6.2/1.8/1.4 亿元。毛利率 21.3%，环比+0.2pct。目前中国大陆由 7 个创新委员带领 21 个产品小组开展产品研发工作，此外公司在除中国大陆以外的亚洲/欧美分别设立 7/1 个产品小组，进一步加强产研能力。

管理架构优化，渠道改革持续。公司采取 1 个销售总监带领 4 名渠道经理为合伙人开展培训的指导模式，通过信息化、精细化持续下沉扩展销售网络，着力提升售点与单经销商提货额。截至 2022 年底，我们预计公司经销商数量达 3,100 个，单经销商提货额 139 万元 (yoy+29.3%)。

2022H2 毛利率优化，下半年费控成效显著。2022H2 整体毛利率 31.5% (环比 2022H1+3pct)，主要系产品结构优化与原料价格环比下行；销售费用率 9.6% (环比 2022H1-2.1pct)，管理费用率 2.9% (环比 2022H1-1.8pct)，主要系公司更加强调费效比，营销投放减少及薪酬调整所致。

2.3. 海底捞：2022 年业绩回暖符合我们预期，看好复苏弹性

持续降本增效成效显著，业绩表现符合预期。公司发布 2022 年年报，全年持续经营业务营收 310.4 亿元 (yoy-20.6%)，其中海底捞餐厅经营收入 289.4 亿元 (yoy-22.9%)，外卖业务 12.8 亿元 (yoy+103.3%)，实现高增。2022 年归母净利 16.4 亿元 (剔除非持续经营业务亏损，去年同期归母净利为-32.5 亿元)。由于 2022 年报口径与 22H1 中报披露口径差异，我们剔除海外部分影响测算得 2022H2 公司大中华区营收 157 亿元，归母净利 12.2 亿元，归母净利率为 7.8%，得益于啄木鸟计划成效，公司盈利能力大幅提升，符合此前盈利预告。

经营表现稳健，新开门店&中国港澳台地区门店表现良好。截至 2022 年底公司门店数达到 1371 家 (全年新开 24 家，硬骨头计划复开 48 家，关停 50 家，净开 26 家，该口径已剔除特海国际门店)，公司 2022 年新开门店表现良好。全年整体客单价 104.9

元 (yoy+2.5%)，全年翻台率 3.0 次/天 (我们预计 2022H2 翻台率环比 2022H1 持平微增)。2022 年同店销售 yoy-14.4%，同店翻台率 3.1 次，yoy-8.8%。分区域来看，公司一线/二线/三线及以下营收同比分别下滑 33.3%/23.9%/19.4%，中国港澳台地区恢复较快，2022 年营收 yoy+28.2%，同店翻台率 3.6 次/天，yoy+20%。

毛利率优化，灵活用工降本显著。2022 年毛利率达 58.4% (yoy+2.5pct)，主要得益于公司启用部分外部食材供应链，菜单价格及结构调整所致。物业租金及折摊合计占收入比微增 0.24pct，相对稳定。得益于薪酬结构调整与灵活用工比例提升，人工占比 33% (yoy-2.7pct)。

单店模型精进，业绩拐点已现，强烈看好经营向上弹性。啄木鸟计划一年有余，通过关停门店&审慎扩张、加强自上而下总部产品/培训职能等手段帮助公司化危为机，降本提效，单店模型持续精进。公司通过优化产品及人员结构、调整激励等方式，我们测算 2022H2 单店盈亏平衡点已降至 2.5 以下，业绩拐点已现。新模型门店利润弹性显著，为 2023 年复苏充分蓄能，我们预计 2023 年 1-2 月整体翻台率同比恢复度达 100%，伴随线下消费场景持续复苏，业绩向上空间有望续超市场预期。

2.4. 广州酒家：业绩符合预期，看好疫后复苏潜力

事件：1) 公司发布 2022 年年报，2022 全年营收 41.1 亿元 (yoy+5.7%)，实现归母净利润 5.2 亿元 (yoy-6.7%)，扣非归母净利润 4.8 亿元 (yoy-9.4%)。2022Q4 单季营收 7.7 亿元 (yoy-11.62%)，归母净利润 5011 万元 (yoy-56.04%)，业绩符合此前预告。我们认为利润下滑的主因为：1) Q4 广深疫情形势严峻，餐饮暂停堂食及经营受限拖累整体利润。2) 公司公告 2023 年 1-2 月实现营收 6.43 亿元 (yoy+12.1%)，归母净利 5948 万元 (yoy+33.8%)。主要原因是餐饮和旅游市场持续恢复，推动餐饮春节旺季迅速回暖。

2022Q4 速冻高增持续，餐饮承压。1) 月饼营收 1.6 亿元 (yoy-31.9%)，中秋错位致 2021 年部分月饼业绩于 Q4 确认，高基数影响 22Q4 表观增速；2) 速冻食品营收 3.0 亿元 (yoy+27.9%)；3) 其他食品营收 2.0 亿元 (yoy+18.2%)；4) 餐饮营收 1.1 亿元 (yoy-51.7%)。

经销商渠道不断优化，省内外经销商数量均有增长。1) 从渠道看：2022Q4 直销 2.2 亿元 (yoy-37.4%)，经销渠道营收 5.5 亿元 (yoy+7.6%)，截至 2022Q4 经销商数量共 1040 家，环比 2022Q3 净增 37 家。2) 从区域看：公司深耕大湾区市场，2022Q4 广东省内销售额 6.3 亿元 (yoy-5.5%)，境内省外实现收入 1.4 亿元 (yoy-28.4%)。

毛利率波动，管理降本致费率下行。公司 2022Q4 整体毛利率 28.2% (yoy-8.1pct)，我们预计主要系原材料上涨，低毛利产品占比提升所致。2022 年 Q4 销售费用率、管理费用率 (含研发) 分别为 17.2% (同比+5.8pct)、15.6% (同比+2.5pct)，收入承压致费用率提升。

2.5. 莱茵生物：收入符合预期，植提业务稳步增长

事件：公司公告 2022 年实现营收 14.01 亿元，同比增长 32.99%，归母净利润 1.79 亿元，同比增长 50.92%；22Q4 实现营业收入 4.22 亿元，同比增长 23.72%，归母净利润 0.03 亿元，同比下降 90.49%。

收入符合预期，天然甜味剂快速增长。受益于天然甜味剂需求增长，公司依托产能技改品控优势，植提业务保持快速增长，2022 年全年植提业务收入为 13.29 亿元，同比增长 30.95%，其中天然甜味剂业务实现营收 8.89 亿元，同比增长 40.36%，增速快于整体，占营收比重提升至 63.45%。

芬美意订单顺利履约，国内客户合作陆续推进。分地区看，22 年国内主营植提业务收入 3.72 亿元，同比-1.88%，占营收比重约为 26.53%，22 年公司与数家国内主流新型食品饮料达成业务合作，客户涵盖茶饮、休闲食品、乳制品等多领域，加速抢占国内新兴市场份额；国外主营植提业务收入 8.96 亿元，同比+47.49%，占营收比重提升至 63.98%，2022 年芬美意采购额为 8954.53 万美元，同比+48.62%，合同履行进度累计达 60.26%，未来仍有 1.37 亿美元订单额待加速释放。（按保底合同计算）。

毛利率略有增长，成本管控能力稳步提升。2022 年公司销售毛利率为 30.80%，同比+1pct，其中主营植物提取业务毛利率同比+0.41pct 至 28.51%；销售、管理、财务费用率分别为 3.21%、10.61%、0.56%，分别同比-0.26pct、-1.47pct、-1.85pct，公司通过加强技术改造，持续提升成本管控能力，推动销售净利率同比+0.98pct 至 13.44%。

非公开发行落地，布局合成生物夯实长期优势。22 年 9 月公司非公开发行完成，甜叶菊提取工厂建设持续推进巩固产能优势，同时公司率先布局合成生物技术路线，与江南大学达成战略合作，推动天然甜味剂微生物合成技术开发及产业化落地，加强公司技术优势，提升长期竞争力。

2.6. 海伦司：22 年业绩符合预期，23 年轻装上阵复苏可期

公司发布 2022 年年报，业绩符合预告：2022 年公司收入 15.59 亿元，同比-15%；净亏损 16.01 亿元（21 年同期亏损 2.3 亿元），其中关停酒馆、部分门店直营转加盟、静默门店减值等酒馆优化及调整带来亏损 8.53 亿元；经调整净亏损 2.45 亿元（21 年同期盈利 1 亿元）。22H2 公司收入 6.86 亿元，同比-29%；净亏损 12.97 亿元（21H2 同期亏损 2.05 亿元）；经调整净亏损 1.45 亿元（21H2 同期盈利 0.3 亿元）。

22 年门店深度调整，新模式有望助力市场下沉：2022 年公司新开门店 179 家，闭店 194 家，截至 2022 年底门店数量 767 家。22 年受疫情冲击，公司对选址不佳的门店进行调整，同时开放加盟合作模式适配下沉市场，截至 23 年 3 月 19 日公司酒馆数量 749 家，其中 126 家为特许合作酒馆，一线/二线/三线城市门店数量分别为 80/360/308 家，较 2021 年底分别-2/-73/+42 家，下沉市场韧性较强。我们预计公司 23 年仍将以加盟模式为主持续下沉低线市场，年内公司有望新开门店 200 家。

22 年单店日销受损，23 年有望修复：22 年受疫情冲击公司单店日销同比下降 23.9%

至 7000 元，但随着公司及时调整战略和推进韧性较强的新模式，22H2 公司新开门店单店日销达到 7800 元，高于 22H1 新开门店和 21 年新开门店的单店日销。根据公司交流，23 年 2 月公司营业门店整体日销 1.1+万元，系 2019 年同期的 106%、2022 年同期的 136%，复苏势头较好，23 年单店日销有望修复。

22 年持续降本增效，23 年单店模型弹性可期：2022 年公司毛利率 64%，同比-5pct，主因年内自有酒饮促销活动较多，但第三方酒饮毛利率 50%，同比+1pct，供应链议价能力稳步提升。此外，22 年公司剔除股权激励费用的人力成本占比 32%，同比+5pct，主因单店收入受损下人力成本刚性，但公司积极精简人员，标准门店标配员工数从 12 人减到 9 人。随着单店收入恢复，我们认为 23 年单店 OPM 有望回升。

2.7. 复星国际：聚焦主业，未来增长动能充足

事件：公司公告 2022 年实现营业收入 1753.9 亿元，同比提升 8.7%，归母净利润 5.4 亿元，同比下降 95%。

四大板块收入稳定增长，快乐医药构筑主要增长引擎。分板块来看，22 年健康板块实现收入 480.01 亿元，同比增长 9.1%，快乐板块实现收入 707.40 亿元，同比增长 5.7%，其中复星旅文表现亮眼，2022 年收入达到 137.78 亿元，同比增加 48.8%，增长强劲，这两大核心板块占营收比重约为 68%，仍为公司增长的主要引擎，富足板块收入 477.22 亿元，同比增长 9.2%，智造板块收入 103.56 亿元，同比增长 33.8%。

快乐板块利润扭亏为盈，“瘦身健体”战略持续推进。2022 年公司归母净利润为 5.4 亿元，主系疫情影响及投资波动，分板块看，2022 年健康板块实现归母净利润 13.49 亿元，快乐板块实现归母净利润 15.61 亿元，成功扭亏为盈，智造板块实现归母净利润 12.02 亿元。公司 2022 年明确“瘦身健体”战略方针，陆续退出多个非核心资产，进一步聚焦家庭消费主业，为公司未来利润端的改善奠定了基础，未来公司利润弹性仍有待释放。

深耕全球深度运营，长期增长势能充足。2022 年公司海外收入为 773.6 亿元，同比增长 14.3%，占比达到 44.1%，全球化纵深推进，我们预计伴随疫情边际影响逐渐弱化，公司未来凭借长期积累的创新和全球化综合能力，通过深度产业运营和产业投资双轮驱动增长，旗下业务仍具备较大增长潜力，公司凭借全球产业生态具备跨地域、跨文化、跨组织的运营能力，长期发展动能充足。

3. 风险提示

疫情反复、宏观经济波动、食品安全问题、复苏不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

