

## 餐饮板块专题

## 从巨头败北看中国连锁餐饮企业的扩张之路

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

香港执业证书编号：BEY885

电话：010-59013900

Email：lijun@r.qlzq.com.cn

研究助理：高乐彬

电话：010-59013900

Email：gaolb@r.qlzq.com.cn

## 相关报告

1 以海底捞为标杆企业，探究连锁餐饮企业的来路与归途

2 呷哺呷哺（0520.HK）深度报告：深耕密植出的稳步增长

## 投资要点

■ **探究连锁餐饮品牌深陷“闭店狂潮”的原因。**快餐及火锅是连锁餐饮行业最优质的两条赛道，曾涌现出许多优质的连锁快餐及火锅品牌，但近年来许多连锁餐饮品牌深陷“关店潮”，本文我们试图以味千中国（0538.HK）为例对连锁品牌由快速扩张到频频关店的原因进行探究；此外，我们还会对目前仍处于快速扩张期的海底捞（6862.HK）及呷哺呷哺（0520.HK）的门店扩张情况进行测算，以此来看餐饮企业的扩张空间。

■ **味千（中国）盈利转弱的原因。**1）2011年骨汤门事件爆发，公司营收瞬时转弱；2）同店销售额负增长，老店表现不佳，菜品及品牌老化问题严重，顾客流失；3）新推出的中高端副牌市场认可度不高；4）公司毛利率保持稳定，但受非上市权益投资影响，净利率大幅变动，2017年受公允价值变动亏损影响，公司净利率为负；5）线上外卖不断普及，味千作为实体快餐门店受到冲击。

■ **连锁餐饮品牌为何频现“关店潮”？**我们对连锁快餐品牌味千、真功夫，连锁港式餐饮品牌翠华、大家乐及大快活，连锁火锅品牌小肥羊、小天鹅进行研究，总结出连锁餐饮巨头扩张陷入停滞的主要原因：1）餐饮竞争加剧，部分餐饮企业所处行业赛道的口味普适性差，难以进行全国性扩张；2）租金、人工成本高企，利润率持续被挤压；3）外卖不断普及，冲击快餐实体门店；4）产品、品牌老化，无法持续推出受消费者青睐的新品，导致顾客流失；5）食品安全问题，削弱消费者对品牌的信心；6）贴牌式加盟，导致品牌管控失效。

■ **连锁火锅品牌门店数量测算。**与上文几家餐饮公司陷入停滞不同，连锁火锅品牌“海底捞”和“呷哺呷哺”仍处于快速扩张期，一方面是受益于火锅行业的优质赛道，另一方面，两家公司都在不断进行产品及品牌的创新，并且受益于规模效应，成本压力相对较小，在下文中我们对两家公司的门店数量进行测算，以期得到两家公司未来的扩张空间。

目前大多数连锁餐厅仍集中于一二线城市，呷哺、海底捞一二线城市门店占比分别为80%和70%左右，对标下沉相对完备的肯德基和必胜客（三线及以下门店占比在50%左右），餐厅下沉空间十分广阔。

通过测算我们得到海底捞内地市场的目标门店总数接近1300家，若按每年新增180家门店的速度，海底捞在内地的快速成长期还有5年左右，此外，广阔的海外市场将是海底捞另一发力点。类似的方法，我们得到呷哺呷哺目标门店总数为2000家左右，若按每年新增120家门店的速度，呷哺呷哺在内地的快速成长期还有10年左右。当然两者的食品安全、品质控制、产品老化以及成本进一步上涨的风险都有可能影响门店增速放缓。

■ **风险提示事件：成本上升风险：**食材价格、人工成本及商业租金上涨影响利润率；**食品安全风险：**食品安全问题可能影响企业，甚至细分行业的收入增长与盈利效率；**门店扩张的不确定性：**门店拓展至新市场，营收增速不达预期；**偿债能力不佳风险：**营收增加无法与门店扩张过快带来的高额成本相匹配；**门店测算出现偏差：**呷哺呷哺及海底捞的门店测算基于一定的假设条件，存在假设条件不及预期导致测算出现偏差的风险。

## 内容目录

前言 .....	- 5 -
探究味千中国盈利转弱的原因 .....	- 5 -
骨汤门事件后营收下滑，产品老旧增长乏力 .....	- 5 -
同店销售降低，新店表现好于老店 .....	- 6 -
毛利率维稳，金融资产公允价值变动推动净利率大幅波动 .....	- 7 -
连锁餐饮品牌为何频现“关店潮”？ .....	- 9 -
连锁快餐——味千、真功夫 .....	- 9 -
港式餐厅——翠华、大家乐、大快活 .....	- 9 -
连锁火锅品牌——小肥羊、小天鹅 .....	- 11 -
总结：连锁餐饮巨头扩张为何陷入停滞 .....	- 12 -
连锁火锅品牌门店数量测算 .....	- 13 -
海底捞门店数量测算 .....	- 13 -
呷哺呷哺门店数量测算 .....	- 15 -
附录——中国餐饮行业 2018 年回顾及 2019 年展望 .....	- 18 -
板块观点及投资建议 .....	- 27 -

## 图表目录

图表 1: 2010-2017 年公司营收及增速情况 .....	- 5 -
图表 2: 2009-2014 年下半年公司营收及增速 .....	- 5 -
图表 3: 公司持续开发副牌 .....	- 6 -
图表 4: 2010-2017 年各营收占比及增长率 .....	- 6 -
图表 5: 2010-2017 年香港及内地餐厅数量及增长率 .....	- 6 -
图表 6: 2010-2017 年香港及内地餐厅同店销售增长率 .....	- 6 -
图表 7: 2010-2017 年公司香港及内地餐厅翻桌率 .....	- 7 -
图表 8: 2010-2017 年香港及内地餐厅人均消费（人民币） .....	- 7 -
图表 9: 2010-2017 年公司毛利及净利 .....	- 8 -
图表 10: 2010-2017 年公司各费用占比 .....	- 8 -
图表 11: 指定为透过损益按公允价值入账的金融资产 .....	- 8 -
图表 12: 大陆及香港门店数及增速 .....	- 9 -
图表 13: 翠华控股香港、内地营收及增速 .....	- 10 -
图表 14: 翠华控股香港、内地门店数及增速 .....	- 10 -
图表 15: 翠华控股每日每桌平均账单数目 .....	- 10 -
图表 16: 翠华控股每张账单平均消费额（港元） .....	- 10 -
图表 17: 大家乐香港、内地营收及增速 .....	- 11 -

图表 18: 大家乐香港、内地门店数及增速	- 11 -
图表 19: 大快活香港、内地营收及增速	- 11 -
图表 20: 大快活香港、内地门店数及增速	- 11 -
图表 21: 餐厅各线城市门店占比, 海底捞及呷哺呷哺下沉空间广阔	- 13 -
图表 22: 海底捞门店数量预测	- 14 -
图表 23: 呷哺呷哺门店数量预测	- 16 -
图表 24: 社会消费品零售总额及餐饮收入 (亿元): 年度	- 18 -
图表 25: 社会消费品零售总额及餐饮收入 (亿元): 月度	- 18 -
图表 26: 全国城镇居民人均可支配收入: 年度	- 18 -
图表 27: 全国城镇居民人均可支配收入: 季度	- 18 -
图表 28: 餐饮板块 2018 年度股价表现	- 19 -
图表 29: 港股餐饮企业营收规模及增速对比 (百万元)	- 20 -
图表 30: 2017-2018 上半年港股餐饮企业成本对比 (成本占总营收比)	- 20 -
图表 31: 牛羊肉平均批发价持续上涨 (元/公斤)	- 21 -
图表 32: 进口牛肉羊肉价格平稳	- 21 -
图表 33: 海底捞门店主要分布于二线城市及以下	- 21 -
图表 34: 呷哺门店主要分布于一线城市	- 21 -
图表 35: 海底捞各地区翻台率	- 22 -
图表 36: 呷哺呷哺各地区翻台率	- 22 -
图表 37: 海底捞各地区同店销售增长率	- 22 -
图表 38: 呷哺呷哺各地区同店销售增长率	- 22 -
图表 39: 港股餐饮企业净利率对比	- 22 -
图表 40: 港股餐饮企业 ROA 对比	- 22 -
图表 41: 港股餐饮企业流动比率对比	- 23 -
图表 42: 港股餐饮企业资产负债率对比	- 23 -
图表 43: 餐饮行业优质赛道: 火锅 VS 快餐	- 24 -
图表 44: 火锅——中式餐饮中占比最高、增速最快的品类	- 24 -
图表 45: 火锅贡献中式餐饮市场 13.7% 的营业额	- 24 -
图表 46: 火锅盈利能力高于其他正餐	- 25 -
图表 47: 中高端火锅市场占比持续增加 (亿人民币)	- 26 -
图表 48: 中高端火锅市场增速最快	- 26 -
图表 49: 连锁火锅品牌市场占有率极低	- 26 -
图表 50: 中国三线及以下城市空间广阔	- 26 -
图表 51: 门店分布各层级城市的占比	- 26 -
图表 52: 持续增长的千亿级外卖餐饮市场	- 27 -

图表 53: 各餐饮企业外卖营业额占总营业额比重(2017) ..... - 27 -

图表 54: 呷哺、湊湊及海底捞的商业模式对比..... - 28 -

图表 55: 港股餐饮企业可比公司估值..... - 28 -

## 前言

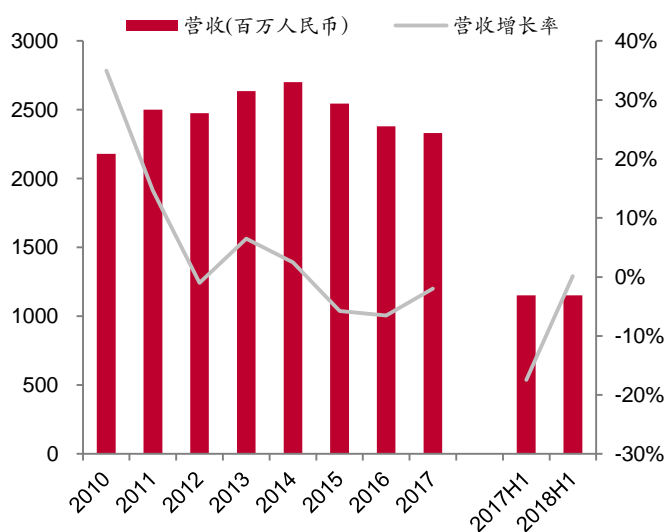
- **探究连锁餐饮品牌深陷“闭店狂潮”的原因。**快餐及火锅是连锁餐饮行业最优质的两条赛道，曾涌现出许多优质的连锁快餐及火锅品牌，但近年来许多连锁餐饮品牌深陷“关店潮”，本文我们试图通过深入分析快餐品牌味千中国（0538.HK），对连锁品牌由快速扩张到频频关店的原因进行探究；此外我们还会对目前仍处于快速扩张期的海底捞（6862.HK）及呷哺呷哺（0520.HK）的门店扩张情况进行测算，以此来看餐饮企业的扩张空间。

## 探究味千中国盈利转弱的原因

### 骨汤门事件后营收下滑，产品老旧增长乏力

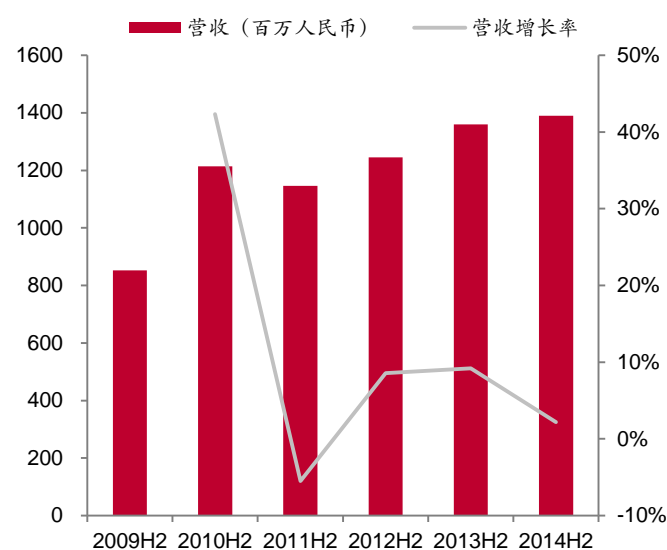
- **骨汤门事件爆发，公司营收瞬时转弱。**2011年前，味千拉面一直以其含钙量高的汤底为营销点，但2011年7月，味千被曝其汤底是用“猪骨汤精”勾兑而成，骨汤门事件爆发，味千中国营收增速也从2010年的35%迅速降至2011年的15%，受骨汤门事件的持续影响，2012年公司营收增速转负。

图表 1：2010-2017 年公司营收及增速情况



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 2：2009-2014 年下半年公司营收及增速



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **新品市场认可度低，老旧产品竞争力减弱。**2011-2017年全国餐饮消费总额的复合增速达到11.5%，新生消费力群体为餐饮行业带来前所未有的红利，与之相伴的是餐饮行业愈发激烈的竞争。味千店面设计老化、产品创新能力不足，因此自2012年起，味千就开始推出副品牌以留住消费者，其中，高端品牌有和歌山、烧肉孙三郎，中端品牌有喜多藏、面屋武藏等，但消费者的认知度及认可度都很低，目前，和歌山仅在香港有1家门店，喜多藏仅在深圳有2家门店，烧肉孙三郎在上海的2家门店均歇业，仅剩香港1家门店，在10多个副品牌中，面屋武藏门店数最多，有12家，但仍未阻挡公司整体营收下滑，2012年公司营收下降1%至24.75亿元，2013-2014年各类促销活动带来营收单位数增长，

但缺乏持续增长的支撑点，2015-2017 年公司营收持续下滑，2017 年营收降至 23.32 亿元。

图表 3: 公司持续开发副牌

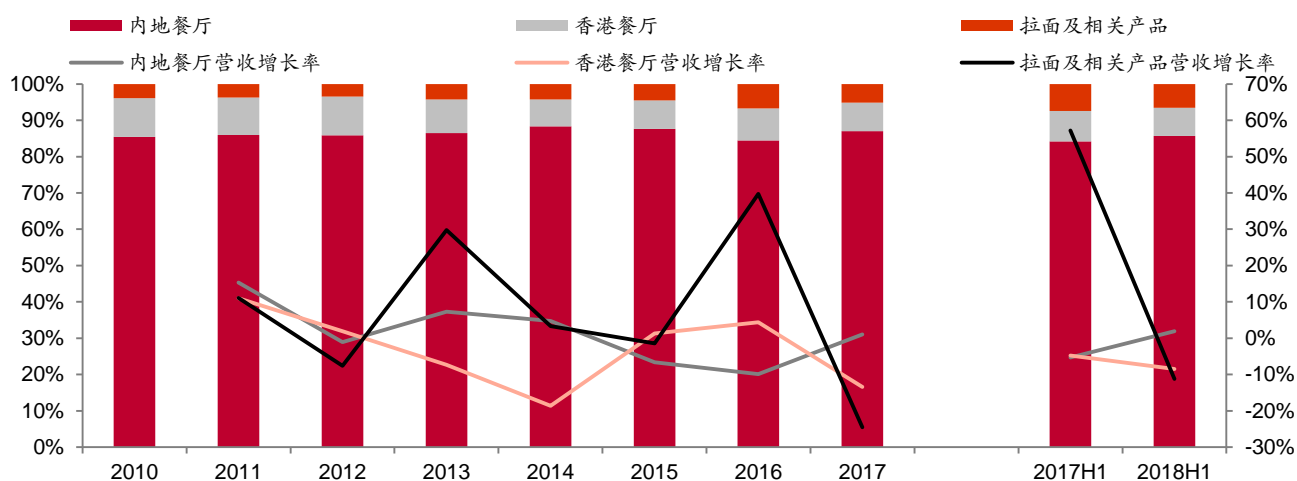
	和歌山	烧肉孙三郎	面屋武藏	喜多藏
上海	-	-	4	-
北京	-	-	3	-
广州	-	-	3	-
深圳	-	-	1	2
武汉	-	-	1	-
香港	1	1		-
总计	1	1	1	2

来源: 大众点评, 中泰证券研究所

### 同店销售降低, 新店表现好于老店

- 同店销售降低, 业绩主力内地餐厅负增长。**公司营收由内地餐厅、香港餐厅、拉面相关产品三部分构成, 其中内地餐厅营收占比最大, 保持在 85% 左右, 公司盈利情况也主要由内地餐厅业绩决定。2012 年受经济低迷及钓鱼岛事件影响, 内地餐厅同店销售下滑 12.6%, 内地餐厅整体营收下滑 1.07%。2013 及 2014 年得益于各类促销活动, 内地餐厅同店销售分别上升 7.6%, 2.3%, 公司营收相应增长。2015 及 2016 年公司内地餐厅同店销售分别下降 7.5%, 8.1%, 营收分别下降 6.61%, 9.88%, 虽然 2015 及 2016 年香港餐厅营收维持低单位数增长、2016 年拉面及相关产品以 39.76% 高速增长, 但其在总营收中占比较小, 未能阻挡公司总体营收下滑。

图表 4: 2010-2017 年各营收占比及增长率

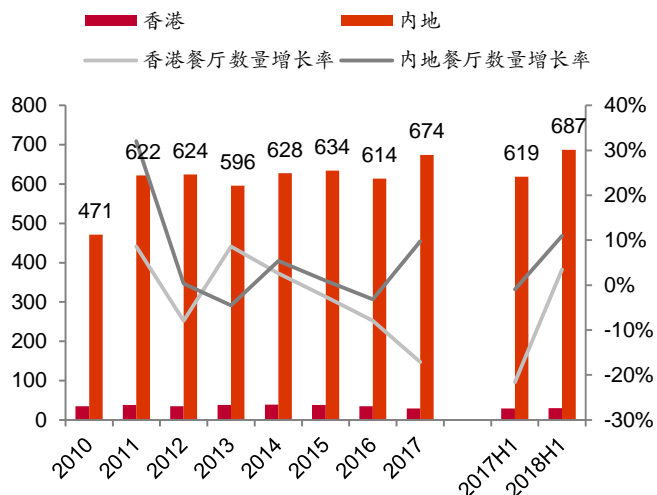


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

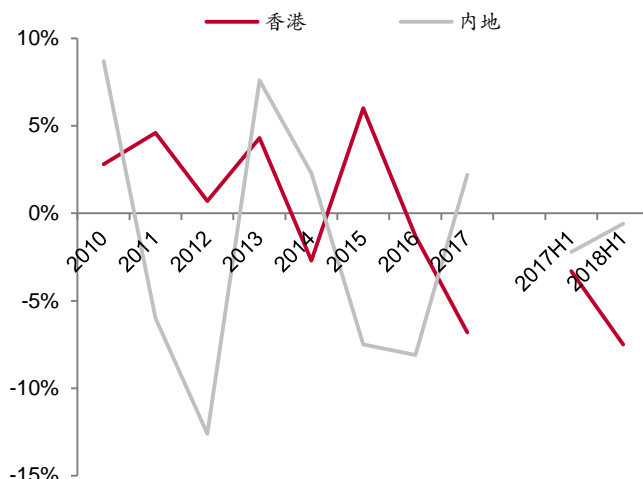
图表 5: 2010-2017 年香港及内地餐厅数量及增长率

图表 6: 2010-2017 年香港及内地餐厅同店销售增长率



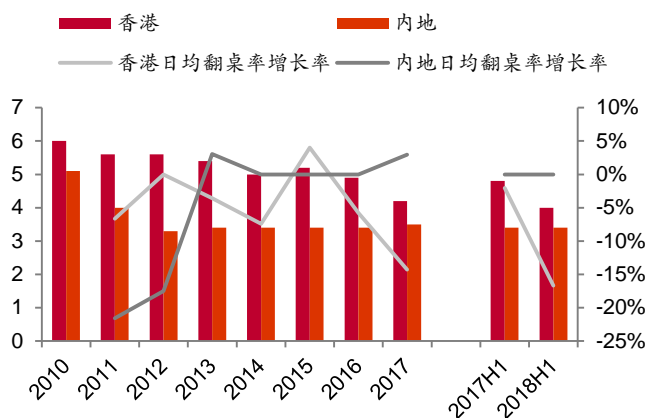


来源：公司年报，中泰证券研究所

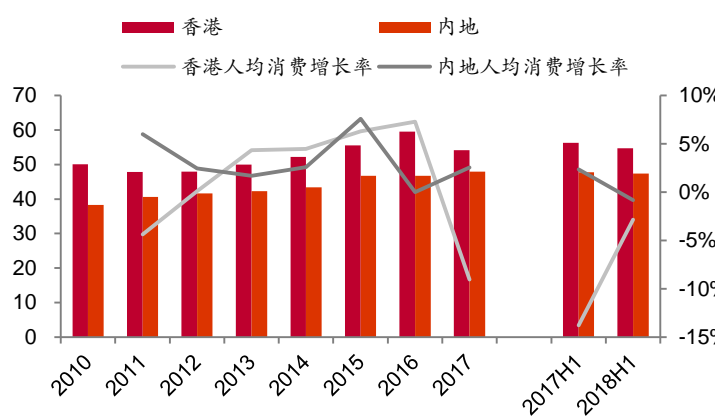


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 新店表现优于旧店，内地餐厅翻桌率维稳且人均消费小幅上升。**除 2013 及 2014 年以外，味千内地餐厅的同店销售额以高单位数下降，但内地餐厅翻桌率除 2011 及 2012 年受骨汤门、钓鱼岛事件影响从 5.1 降至 3.3 外，一直维持稳定，并且人均消费也保持低单位数增长，这主要是由于新店表现优异，以 2017 年为例，内地、香港分别关闭门店 49、10 家，新开门店则达到 109、4 家，新店表现均优于旧店，拉高了内地整体的翻桌率及人均消费。

**图表 7: 2010-2017 年公司香港及内地餐厅翻桌率**


来源：公司年报，中泰证券研究所

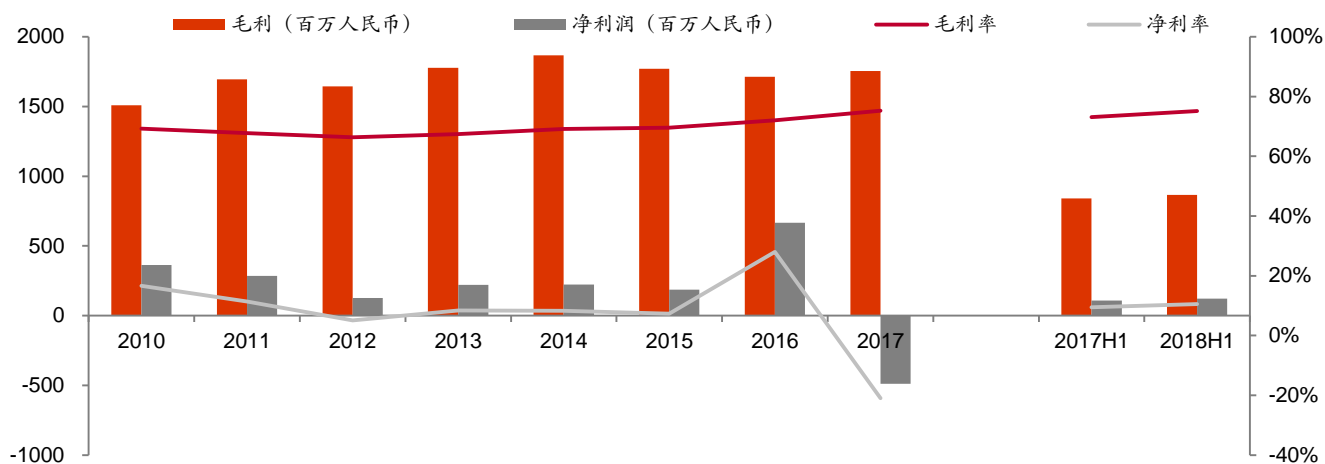
**图表 8: 2010-2017 年香港及内地餐厅人均消费(人民币)**


来源：公司年报，中泰证券研究所

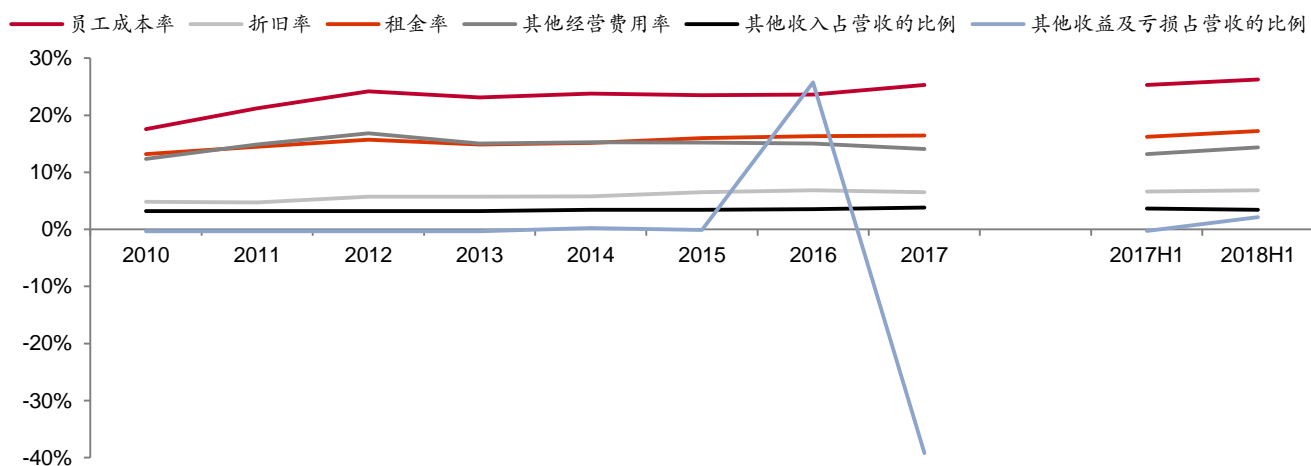
### 毛利率维稳，金融资产公允价值变动推动净利率大幅波动

- 公司毛利率保持稳定，其他各项费用率维持不变，但受非上市权益投资影响，公司净利率大幅变动。**2011 及 2012 年骨汤门事件发生后，公司提高培训与激励及推广促销费用的投入，员工费用占营收的比例从 17.59% 上升至 24.22%，其他经营费用占比从 12.34% 上升至 15.72%，公司净利率也从 16.7% 降至 5.1%。2013-2017 年期间，公司各项费用占营收的比重维持不变，但其他收益及亏损占营收的比例大幅变动，

2016 年上升 25.75%，2017 年下降 39.2%，该项目变动主要受金融资产（非上市权益投资）公允价值变动的影响，包括百度外卖（2017 年为饿了么）、云系、加华安元基金。2016 年百度外卖公允价值为 11.53 亿元，公允价值变动收益 6.46 亿元，约占当年营收的 27%；2017 年百度外卖与饿了么合并，公司获得相应股权对价后仍持有饿了么 0.64 亿元股权，当年公允价值变动亏损为 9.57 亿元，约占当年营收的 41%。

**图表 9：2010-2017 年公司毛利及净利**


来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 10：2010-2017 年公司各费用占比**


来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 11：指定为透过损益按公允价值入账的金融资产**

单位：人民币百万元	2016 年	2017 年
百度外卖	1152.52	-
饿了么	-	63.487
云系	50	122
加华安元基金	70.422	60

来源：公司年报，中泰证券研究所

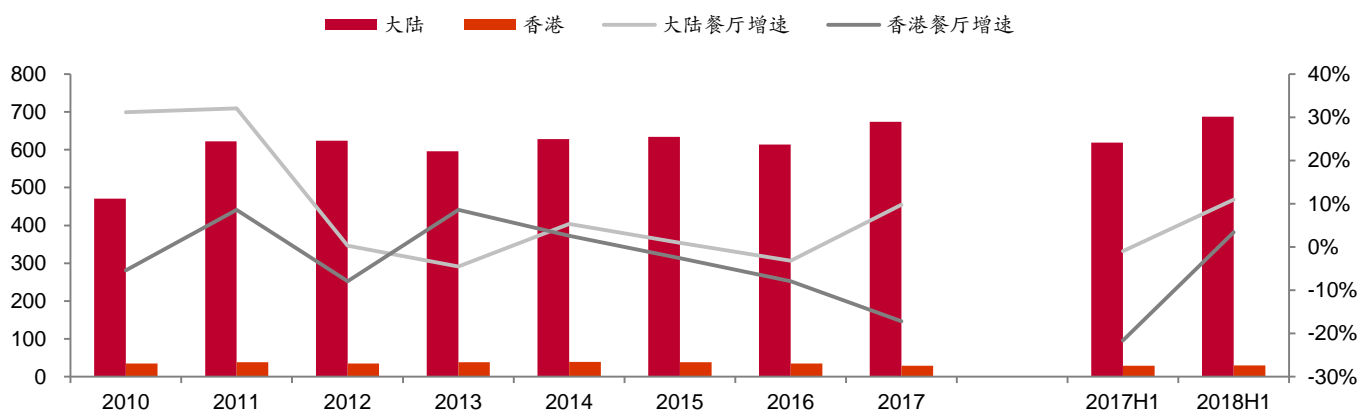


## 连锁餐饮品牌为何频现“关店潮”？

### 连锁快餐——味千、真功夫

- **味千中国**。2010年，味千中国共开设506家门店，2011年骨汤门事件后，大陆门店增速急剧下跌，从2011年的32.06%降至2012年的0.32%，2015年底门店数量减少了12家。截至2018年6月30日，味千大陆门店共计687家，香港门店共计30家，较2015年仅增45家。除骨汤门事件外，产品老化、外卖崛起也限制了公司的门店扩张，一方面，新兴餐饮不断崛起，竞争愈加激烈，但公司一直无优质新品推出，产品老化，不能满足消费升级的需求；另一方面，线上外卖不断普及，实体快餐门店也受到冲击，虽然公司也开展了外卖业务，但公司SKU不够丰富，专业的外卖店租金成本更低，效率也更高（正餐受外卖冲击较小，并且正餐餐厅可通过发展外卖业务，提高门店销售密度）。

图表 12：大陆及香港门店数及增速



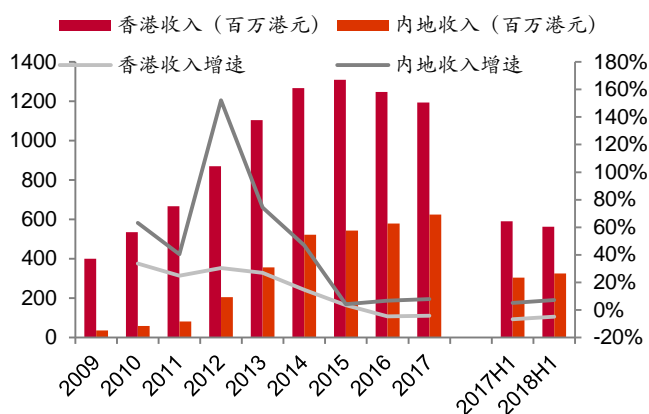
来源：公司年报，中泰证券研究所

- **真功夫**。真功夫由潘宇海及其姐夫蔡达标于1994年共同创立，2007年，真功夫董事长蔡达标拟定公司上市计划，公司门店开设800-1000家时即上市。但自2007年起，创始人之间陷入家族内斗，争夺公司的控制权，家族内斗使公司陷入经营危机，公司扩张受到极大制约。此外，外卖业务的崛起、公司产品老化、食品安全问题也限制了公司的门店扩张，2008及2013年蟑螂门事件、2010年排骨门事件、2016年餐具消毒不合格等事件削弱了消费者对真功夫的品牌信心。

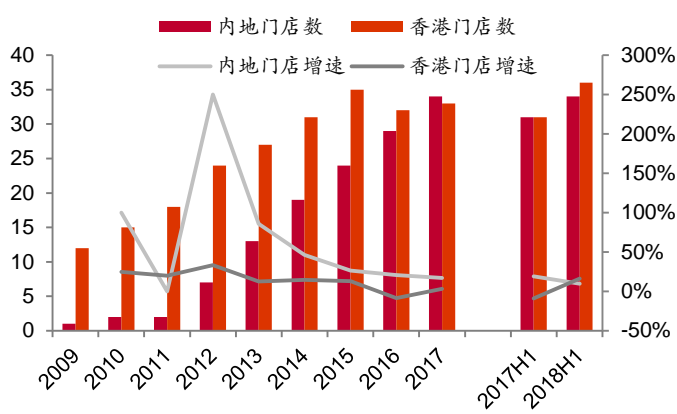
### 港式餐厅——翠华、大家乐、大快活

- **翠华**。翠华控股作为香港餐饮行业老字号，2009年进军内地市场，内地营收占比不断上升，由2010年的8.1%，上升至2018年的34.34%。翠华控股自2009年进军内地市场至2015年，一直保持双位数的高速增长，但自2016年起营收增速下滑至个位数。原因：1) **定位过高，市场竞争激烈难获客**。一方面，内地餐饮品牌不断崛起，竞争愈发激烈，内地餐饮菜系丰富，如火锅、四川菜、广东菜、江浙菜等，相比之下，茶餐厅口味在内地吸引力有限；另一方面，翠华控股在内地属高端定位，

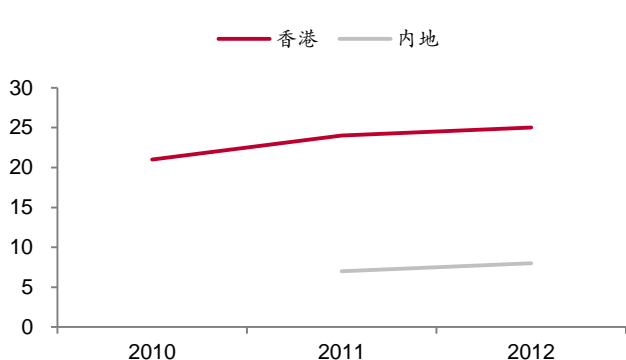
定价过高，性价比较低。香港餐厅平均每间占地约 3000 平方尺，设有 30-67 张餐桌，内地餐厅平均每间占地 7000-10000 平方尺，设有约 65-84 张餐桌，两地每桌均可容纳 2-4 名顾客，但内地餐厅占地面积明显偏高。此外，2011-2012 年期间，内地平均消费额明显高于香港，2012 年香港为 74 港元，内地却高达 190 港元，因此香港餐厅的翻台率是内地的 3 倍多。2) 运营成本攀升，利润空间不断被压缩。翠华在内地上海、南京、武汉、杭州等地均设有分店，而中央厨房仅上海一家，内地餐厅 80% 的菜品都需要从中央厨房配送至各分店，配送成本高；此外，内地租金成本、人工成本不断攀升，内地餐厅利润不断被压缩。

**图表 13: 翠华控股香港、内地营收及增速**


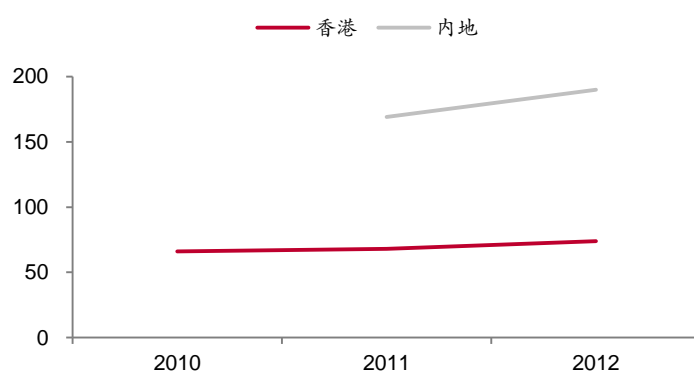
来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 14: 翠华控股香港、内地门店数及增速**


来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 15: 翠华控股每日每桌平均账单数目**


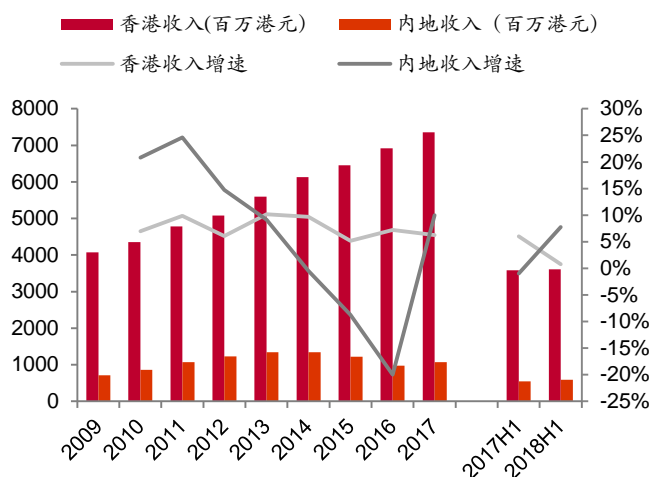
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

**图表 16: 翠华控股每张账单平均消费额 (港元)**


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

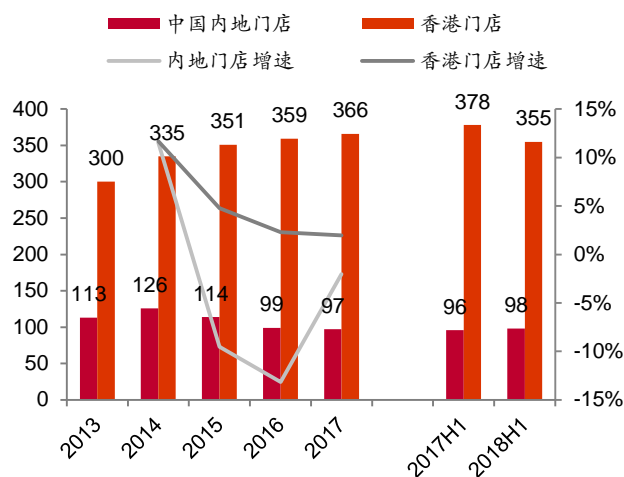
- 大家乐。**大家乐为香港老牌快餐品牌，2003 年进军内地市场，2010 年内地营收达到 7.14 亿港元，占总营收的 14.93%，2011-2013 年期间，内地营收仍保持双位数高速增长，此后随着餐饮市场竞争愈加激烈、租金及劳工成本不断上升，大家乐营收开始负增长。2016 年起大家乐开始关闭表现逊色的店铺，集中资源和优势发展核心业务，截至 2017 年 3 月 31 日共关闭内地餐厅 32 家，当年营收下滑 19.95%，2017 年 10 月底关闭华东地区全部 11 家门店，公司退守港式餐饮接受度高的华南市场，加速重点地区渗透。

**图表 17: 大家乐香港、内地营收及增速**



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

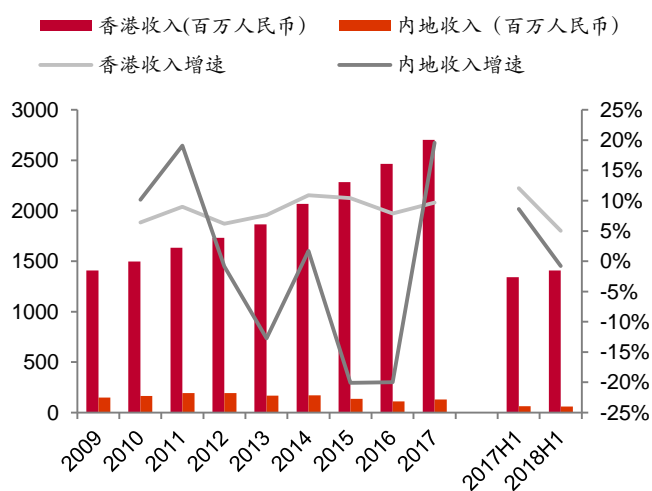
**图表 18: 大家乐香港、内地门店数及增速**



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

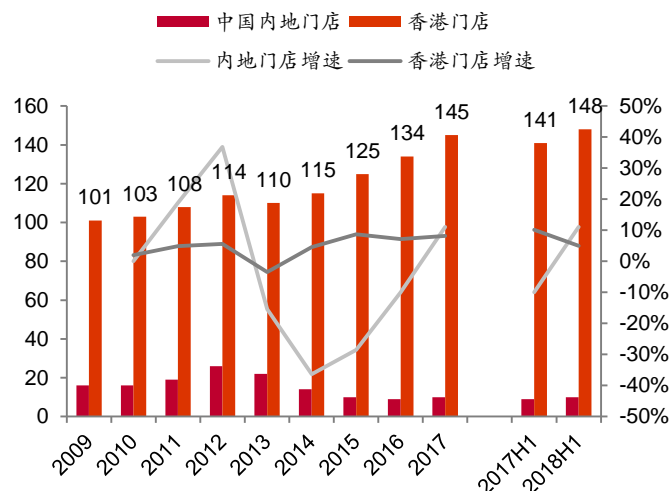
- 大快活。**大快活为香港著名快餐品牌, 2010 年内地餐厅营收达 1.48 亿元, 占总营收的 9.5%。2013 年随着同业之间的价格战、人员工资上升、及新开设的店铺表现不理想, 内地同店销售额下降, 内地营收增速由 2012 年的 19.1% 开始转负。门店方面, 2013 年大快活内地门店数为 26 家, 2014 年开始关闭表现不佳门店, 至 2017 年仅存 9 家。2018 年大快活在内地引入 Feel Good 运动, 倡导健康饮食, 带动内地业务增长, 此外, 2018 年内地门店增长 1 家, 营收增速从 2017 年的负 19.97% 转变为正 19.56%。

**图表 19: 大快活香港、内地营收及增速**



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 20: 大快活香港、内地门店数及增速**



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**连锁火锅品牌—小肥羊、小天鹅**

- 小肥羊。**小肥羊于 1999 年创立, 此后依靠加盟方式不断壮大, 但许多加盟店在菜品、服务、财务等层面失控, 大大影响了消费者的体验, 为

应对“品质控制”问题，公司从加盟为主转为直营为主，通过关停、回收、合作等方式将2004年的721家门店缩减成2007年的321家，其中直营门店占到105家。2008年公司在港上市，但新店亏损、门店管理、供应链管理等问题仍然存在，2012年公司将全部股权转让给百胜，以期百胜为小肥羊带来新的活力，然而为进行标准化管理，百胜接手后开始大量关店，在连锁火锅市场的竞争不断激烈的情况下，小肥羊市占率不断降低；另一方面，洋式标准化管理并不契合火锅餐饮文化，百胜标准化的复制管理导致菜品更新缓慢，同时，两者各自的成熟运营系统在对接过程中也难免产生问题，2016年小肥羊门店数已缩减至200家左右。此后小肥羊逐步进行门店升级改造，并更新了开店模式以满足年轻消费者的需求，近年来小肥羊每年新增门店数量在70家左右，2018年小肥羊门店数量在320家左右，其中加盟门店占比在80%以上。

- **小天鹅火锅。**重庆小天鹅成立于1982年，1994年小天鹅以“特许经营”的方式在天津开店，此后开始以低成本的加盟方式迅速扩张。2007年小天鹅启动上市计划，并引入红杉资本及海纳亚洲创投，门店也迅速扩张，直营门店数量曾超过130家，加盟门店曾超过200家。而此后小天鹅陷入发展瓶颈，门店持续关闭，目前直营门店仅余40多家，其主要原因是为实现上市要求，门店加速扩张，管理难以跟上；同时，创始人放权给专业管理团队，而新引入的高层餐饮人才并不了解重庆火锅行业的实际情况；此外，小天鹅作为一个三十多年的火锅品牌，没能持续创新，菜品及品牌老化问题严重。2017年，为应对竞争激烈的火锅市场，小天鹅火锅创始人何永智回归，并大幅关闭亏损门店，升级现有门店的装修及口味。

### 总结：连锁餐饮巨头扩张为何陷入停滞

- **行业竞争加剧、成本高企、外卖崛起、品牌老化、食品安全及贴牌式加盟拖缓扩张速度。**1) **竞争加剧，部分菜系口味普适性差，餐厅难以进行全国性扩张。**以港式餐饮为例，2013年以来，港式餐饮品牌如翠华控股、大家乐、大快活，在内地均面临门店增速、营收增速放缓的困境，中国内地市场菜系丰富，火锅、川菜、徽菜等菜系提供了多种口味选择，相较下，港式餐饮口味对内地消费者吸引力有限。2) **成本高企。**随着租金成本、人工成本、原料成本不断上升，餐饮企业利润空间被进一步压缩。《中国餐饮产业发展报告（2015）》指出，仅2014年，房租成本上升33.3%，人工成本上升18.1%，人员培训及研发投入费用上涨超20%。为应对此困境，各餐饮企业对增设新店呈谨慎态度，甚至主动关闭表现不佳的门店。3) **外卖冲击快餐实体门店。**随着外卖业务的不及，实体快餐连锁品牌受到冲击，小作坊式外卖商家在租金、人力成本等方面更具优势。4) **产品、品牌老化。**连锁餐饮品牌产品老化，无法持续推出受消费者青睐的新品，门店未及时翻新，导致难以在激烈的竞争中持续吸引消费者。5) **食品安全。**食品安全问题将直接削弱消费者对餐饮品牌的信心，为公司快速带来重大的负面影响。6) **贴牌式加盟。**连锁餐饮品牌可以通过加盟的方式迅速实现门店扩张，但这种快速扩张却是以品质控制的失效为代价的，最终也会对品牌造成负面影响。

## 连锁火锅品牌门店数量测算

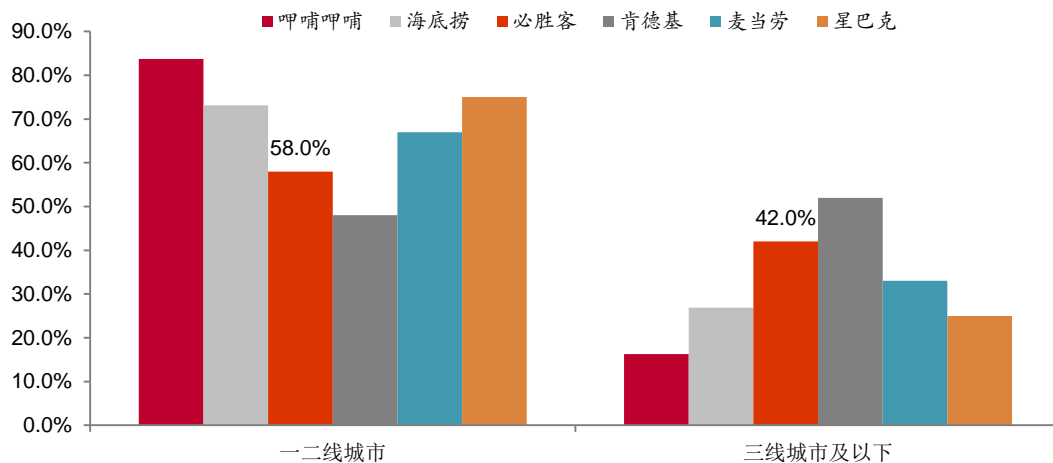
- 由上文可以看到连锁餐饮品牌频陷“关店潮”的几大原因，与上文几家餐饮公司陷入停滞不同，连锁火锅品牌“海底捞”和“呷哺呷哺”仍处于快速扩张期，一方面是受益于火锅行业的优质赛道，另一方面，两家公司都在不断进行产品创新及品牌升级，并且受益于规模效应，成本压力相对较小。在下文中我们对两家公司的门店数量进行测算，以期得到两家公司未来的扩张空间。目前，呷哺、海底捞一二线城市门店占比分别在 80%和 70%左右，对标下沉相对完备的肯德基和必胜客，餐厅的下沉空间十分广阔。需要注意的是，连锁餐饮企业风险较大，食品安全、品质控制、产品老化以及成本进一步上涨等问题都有可能导致两者门店增速放缓。

### 海底捞门店数量测算

- 我们通过对海底捞门店进行测算，发现海底捞在一二线城市的渗透率仍有较大提升空间，在三线及以下城市的下沉空间更是广阔。  
门店测算角度一：我们对海底捞在各城市的渗透率水平（每百万人口对应的海底捞门店数量）进行测算，并挑选出各线级渗透率相对成熟的城市（标黄的城市），以其渗透率作为标杆，由此得到我们一二线城市的目标渗透率：人均 GDP9 万以上的一二线城市，目标渗透率为 3.5，人均 GDP9 万以下的一二线城市，目标渗透率为 2.93；人均 GDP7 万以上的三线城市，目标渗透率为 1.64；人均 GDP7 万以下的三线城市，目标渗透率为 0.77，目标门店总数接近 1300 家，未来门店将新增 800 多家，若按每年新增 180 家门店的速度，海底捞在内地的高速成长期还有 5 年左右，此外，广阔的海外市场将是海底捞另一发力点。
- 门店测算角度二：通过以渗透率相对饱和的一二线城市为标杆，我们得到一二线城市的目标门店数量为 785 家，此后我们将海底捞对标门店下沉基本完备的西式正餐餐饮企业必胜客，以得到海底捞三线及以下门店的数量，目前必胜客一二线城市门店占比为 58%，三线及以下城市门店占比为 42%，以此为海底捞各线门店目标占比，可以得到三线及以下城市目标门店数量为 568 家，门店将新增 900 多家，目标门店总数为 1353 家，若按每年新增 180 家门店的速度，海底捞在内地的高速成长期也还有 5 年左右。

图表 21：餐厅各线城市门店占比，海底捞及呷哺呷哺下沉空间广阔





来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 22: 海底捞门店数量预测

城市	类别	分布	人均 GDP	城镇人口/万人	门店数量	渗透率/百万人	目标渗透率	目标门店数量	各线城市门店和
北京	一线城市	华北	12.90	1876.60	35	1.87	3.50	66	228
上海	一线城市	华东	12.66	2120.88	28	1.32	3.50	74	
广州	一线城市	华南	15.07	248.89	10	0.80	3.50	44	
深圳	一线城市	华南	18.31	1 52.83	27	2.16	3.50	44	
郑州	二线城市	华中	9.24	713.71	25	3.50	3.50	25	557
武汉	二线城市	华中	12.31	858.82	18	2.10	3.50	30	
长沙	二线城市	华中	3.31	581.00	6	1.03	3.50	20	
石家庄	二线城市	华北	5.96	663.67		0.75	2.93	19	
天津	二线城市	华北	11.91	1291.00	10	0.77	3.50	45	
太原	二线城市	华北	7.72	370.96	2	0.54	2.93	11	
大连	二线城市	华北	12.38	594.00	2	0.34	3.50	21	
呼和浩特	二线城市	华北	11.30	215.17	0	0.00	3.50	8	
济南	二线城市	华北	9.84	466.07	4	0.86	3.50	1	
青岛	二线城市	华北	11.88	652.75	7	1.07	3.50	23	
哈尔滨	二线城市	东北	6.65	704.90	7	0.99	2.93	21	
长春	二线城市	东北	8.72	544.00	3	0.55	2.93	16	
沈阳	二线城市	东北	7.07	667.90	3	0.45	2.93	20	
厦门	二线城市	华东	10.85	357.30	5	1.40	3.50	13	
福州	二线城市	华南	9.27	510.50	7	1.37	3.50	18	
宁波	二线城市	华东	12.29	579.56	4	0.69	3.50	20	
苏州	二线城市	华东	16.21	809.82	11	1.36	3.50	28	
无锡	二线城市	华东	16.04	498.03	6	1.20	3.50	17	
南京	二线城市	华东	14.06	685.89	13	1.90	3.50	24	
合肥	二线城市	华东	9.06	587.42		0.85	3.50	21	
杭州	二线城市	华东	13.31	727.14	10	1.8	3.50	25	
南昌	二线城市	华东	9.16	400.59	3	0.75	3.50	14	
兰州	二线城市	西北	6.77	302.17	3	0.99	2.93	9	
西宁	二线城市	西北	5.46	167.53	0	.00	2.93	5	
西安	二线城市	西北	7.77	648.54	19	2.93	2.93	19	



银川	二线城市	西北	8.10	171.56	4	2.33	2.93	5	
乌鲁木齐	二线城市	西北	12.33	198.20	0	0.00	3.50	7	
珠海	二线城市	华南	15.15	157.29	2	1.27	3.50	6	
海口	二线城市	华南	6.12	177.70	3	1.69	2.93	5	
南宁	二线城市	华南	5.76	425.50	4	0.94	2.93	12	
重庆(没有竞争优势)	二线城市	西南	6.32	1606.00	0	0.00	0.00	0	
成都(没有竞争优势)	二线城市	西南	8.66	1152.81	9	0.78	0.78	9	
贵阳	二线城市	西南	7.37	359.19	2	0.56	2.93	11	
昆明	二线城市	西南	7.16	488.72	8	1.64	2.93	14	
河北省其他城市	三线城市及以下	华北	4.66	3472.33	12	0.35	0.77	27	
内蒙古其他城市	三线城市及以下	华北	5.84	1353.03	0	0.00	0.77	10	
山西其他城市	三线城市及以下	华北	3.72	1752.04	0	0.00	0.77	13	
山东其他城市	三线城市及以下	华北	6.52	4942.71	11	0.22	0.77	38	
辽宁其他城市	三线城市及以下	东北	4.25	1686.70	0	0.00	0.77	13	
吉林其他城市	三线城市及以下	东北	4.27	995.42	0	0.00	0.77	8	
黑龙江其他城市	三线城市及以下	东北	3.37	1545.60	0	0.00	0.77	12	
浙江其他城市	三线城市及以下	华东	7.50	2540.06	6	0.24	1.64	42	
江苏其他城市	三线城市及以下	华东	8.47	3527.22	27	0.77	1.64	58	
安徽其他城市	三线城市及以下	华东	3.63	2758.28	2	0.07	0.77	21	
江西其他城市	三线城市及以下	华东	3.68	2123.01	0	0.00	0.77	16	
福建其他城市	三线城市及以下	华东	7.55	1666.20	5	0.30	1.64	27	472
河南其他城市	三线城市及以下	华中	4.13	4081.15	4	0.10	0.77	31	
湖北其他城市	三线城市及以下	华中	4.59	2641.07	2	0.08	0.77	20	
湖南其他城市	三线城市及以下	华中	3.85	3166.00	2	0.06	0.77	24	
陕西其他城市	三线城市及以下	西北	5.02	529.61	7	0.46	0.77	12	
宁夏其他城市	三线城市及以下	西北	3.57	223.77	0	0.00	0.77	2	
青海其他城市	三线城市及以下	西北	3.69	150.01	0	0.00	0.77	1	
甘肃其他城市	三线城市及以下	西北	2.19	915.90	0	0.00	0.77	7	
新疆其他城市	三线城市及以下	西北	3.66	1008.98	0	0.00	0.77	8	
广东其他城市	三线城市及以下	华南	7.76	5142.54	11	0.21	0.77	40	
海南其他城市	三线城市及以下	华南	4.40	359.61	0	0.00	0.77	3	
广西其他城市	三线城市及以下	华南	3.45	1978.50	3	0.15	0.77	15	
四川其他城市	三线城市及以下	西南	3.45	3064.19	0	0.00	0.00	0	
云南其他城市	三线城市及以下	西南	2.79	1752.68	1	0.06	0.77	13	
贵州其他城市	三线城市及以下	西南	3.23	1288.33	0	0.00	0.77	10	
门店总和					403			1257	1257

来源：中泰证券研究所

### 呷哺呷哺门店数量测算

- 呷哺呷哺一二线城市的门店数量占比达到 **84%**，三线及以下城市的门店数量占比仅为 **16%**，门店下沉空间广阔。我们对呷哺呷哺在各城市的渗透率水平（每百万人口对应的呷哺呷哺门店数量）进行测算，并挑选出各地理大区渗透率相对成熟的城市（标黄的城市），以其渗透率作为标杆，

由此得到我们华东、华北、华南、东北等各个城市的目标渗透率：北京及石家庄目前的渗透率分别为 15.35、6.03，我们视作饱和，天津目前的渗透率为 5.73，对标石家庄，我们将其目标渗透率设定为 6.03，其他华北地区一二线城市的目标渗透率，我们对标天津，设定为 5.73；东北地区一二线城市的目标渗透率我们对标长春，设定为 4.23；华东、华南及华中地区一二线城市的目标渗透率我们对标厦门，设定为 4.2；西北及西南地区一二线城市的目标渗透率我们对标银川，设定为 3.5；由此我们得到一二线城市的目标门店数量为 1205 家，此后我们将呷哺呷哺对标门店下沉基本完备的西式正餐餐饮企业必胜客，由此可以得到呷哺呷哺三线及以下城市目标门店数量为 873 家，目标门店总数为 2078 家，未来门店将新增 1200 多家，若按每年新增 120 家门店的速度，呷哺呷哺在内地的快速成长期还有 10 年左右。

图表 23：呷哺呷哺门店数量预测

类别	地区分布	人均 GDP/万元	城镇人口/万人	门店数量	渗透率/百万人	目标渗透率	目标门店数量	各线城市门店和
北京	一线城市 华北	12.90	1876.60	288	15.35	15.35	288	
上海	一线城市 华东	12.66	2120.88	49	2.31	4.20	89	
广州	一线城市 华南	15.07	1248.89	0	0.00	4.20	52	482
深圳	一线城市 华南	18.31	1252.83	2	0.16	4.20	53	
石家庄	二线城市 华北	5.96	663.67	40	6.03	6.03	40	
天津	二线城市 华北	11.89	1291.00	74	5.73	6.03	78	
太原	二线城市 华北	11.9	370.96	9	2.43	5.73	21	
大连	二线城市 华北	7.72	594.00	11	1.85	5.73	34	
呼和浩特	二线城市 华北	12.38	215.17	5	2.32	5.73	12	
济南	二线城市 华北	11.30	466.07	7	1.50	5.73	27	
青岛	二线城市 华北	9.84	652.75	9	1.38	5.73	37	
哈尔滨	二线城市 东北	11.88	704.90	25	3.55	4.23	30	
长春	二线城市 东北	6.65	544.00	23	4.23	4.23	23	
沈阳	二线城市 东北	7.07	667.90	12	1.80	4.23	28	
厦门	二线城市 华东	8.72	357.30	15	4.20	4.20	15	
宁波	二线城市 华东	10.85	579.56	0	0.00	4.20	24	
苏州	二线城市 华东	12.29	809.82	9	1.11	4.20	34	
无锡	二线城市 华东	16.21	498.03	4	0.80	4.20	21	
南京	二线城市 华东	16.04	685.89	14	2.04	4.20	29	
合肥	二线城市 华东	14.06	587.42	8	1.36	4.20	25	
杭州	二线城市 华东	9.06	727.14	1	0.14	4.20	31	
南昌	二线城市 华东	13.31	400.59	0	0.00	4.20	17	
福州	二线城市 华南	5.76	510.50	0	0.00	4.20	21	
郑州	二线城市 华中	9.16	713.71	17	2.38	4.20	30	
武汉	二线城市 华中	9.24	858.82	18	2.10	4.20	36	
长沙	二线城市 华中	12.31	581.00	12	2.07	4.20	24	723
兰州	二线城市 西北	13.31	302.17	2	0.66	3.50	11	
西宁	二线城市 西北	6.77	167.53	1	0.60	3.50	6	
西安	二线城市 西北	5.46	648.54	20	3.08	3.50	23	
银川	二线城市 西北	7.77	171.56	6	3.50	3.50	6	

乌鲁木齐	二线城市	西北	8.10	198.20	0	0.00	3.50	7	
海口	二线城市	华南	6.12	177.70	0	0.00	2.31	4	
南宁	二线城市	华南	15.15	425.50	0	0.00	2.31	10	
重庆(没有竞争优势)	二线城市	西南	9.27	1606.00	0	0.00	0	0	
成都(没有竞争优势)	二线城市	西南	6.32	1152.81	0	0.00	0	0	
贵阳	二线城市	西南	8.66	359.19	0	0.00	2.31	8	
昆明	二线城市	西南	7.37	488.72	0	0.00	2.31	11	
河北省其他城市	三线城市及以下	华北	4.66	3472.33	121	3.48	4.71	163	
内蒙古其他城市	三线城市及以下	华北	5.84	1353.03					
山西其他城市	三线城市及以下	华北	3.72	1752.04					
山东其他城市	三线城市及以下	华北	6.52	4942.71					
辽宁其他城市	三线城市及以下	东北	4.25	2354.60					
吉林其他城市	三线城市及以下	东北	4.27	995.42	6	0.60			
黑龙江其他城市	三线城市及以下	东北	3.37	1545.60					
浙江其他城市	三线城市及以下	华东	7.50	2540.06					
江苏其他城市	三线城市及以下	华东	8.47	3527.22					
安徽其他城市	三线城市及以下	华东	3.63	2758.28					
江西其他城市	三线城市及以下	华东	3.68	2123.01					
福建其他城市	三线城市及以下	华东	7.55	1666.20					873
河南其他城市	三线城市及以下	华中	4.13	4081.15					
湖北其他城市	三线城市及以下	华中	4.59	2641.07					
湖南其他城市	三线城市及以下	华中	3.85	3166.00	1	0.03			
陕西其他城市	三线城市及以下	西北	5.02	1529.61					
宁夏其他城市	三线城市及以下	西北	3.57	223.77					
青海其他城市	三线城市及以下	西北	3.69	150.01					
甘肃其他城市	三线城市及以下	西北	2.19	915.90					
新疆其他城市	三线城市及以下	西北	3.66	1008.98					
广东其他城市	三线城市及以下	华南	4.76	5142.54					
海南其他城市	三线城市及以下	华南	4.40	359.61					
广西其他城市	三线城市及以下	华南	3.45	1978.50					
四川其他城市	三线城市及以下	西南	3.45	4153.75					
云南其他城市	三线城市及以下	西南	2.79	1752.68					
贵州其他城市	三线城市及以下	西南	3.23	1288.33					
门店总和					809				2078

来源：各公司年报，中泰证券研究所

## 风险提示

- 1) **成本上升风险**: 食材价格、人工成本及商业租金上涨影响利润率;
- 2) **食品安全风险**: 食品安全问题可能影响企业, 甚至细分行业的收入增长与盈利效率;
- 3) **门店扩张的不确定性**: 门店拓展至新市场, 营收增速不达预期;
- 4) **偿债能力不佳风险**: 营收增加无法与门店扩张过快带来的高额成本相匹配。
- 5) **门店测算出现偏差**: 呷哺呷哺及海底捞的门店测算基于一定的假设条件,

存在假设条件不及预期导致测算出现偏差的风险。

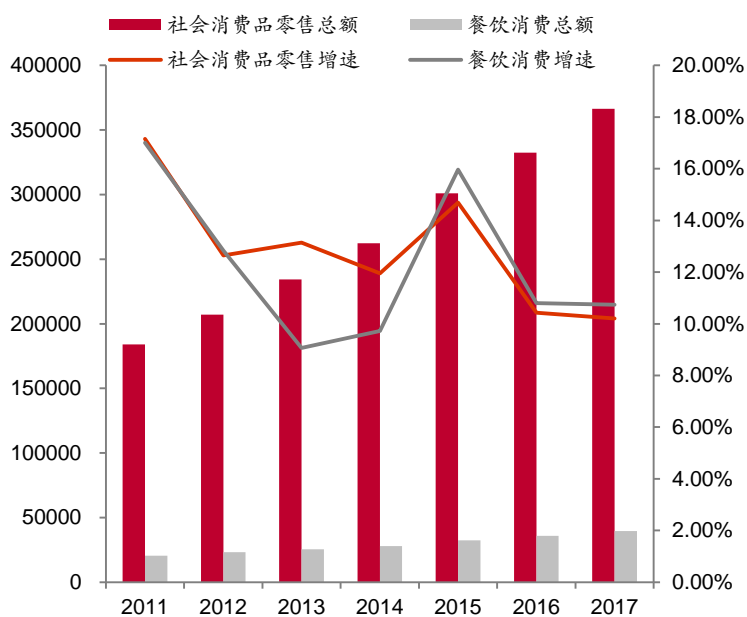
## 附录——中国餐饮行业 2018 年回顾及 2019 年展望

### 中国餐饮行业 2018 年回顾

中国餐饮行业增速稳健，但板块行情走势不佳

- 万亿级的餐饮市场需求持续上升，但 2018 年以来增速下滑。受益于人均可支配收入增加，城镇化进程加快，2017 年我国社会消费品零售总额同比增长 10.2%，其中，餐饮消费总额达 39,644 亿元，同比增长达 10.7%，增速连续三年超过社会消费品零售总额增速。自 2018 年以来，全国城镇居民人均可支配收入增速有所放缓，社零及餐饮收入增速均持续下滑，居民消费需求减弱，但餐饮板块较可选消费板块仍有较强的韧性，2019 年我们预期餐饮行业规模仍将以接近双位数的增速持续上升。

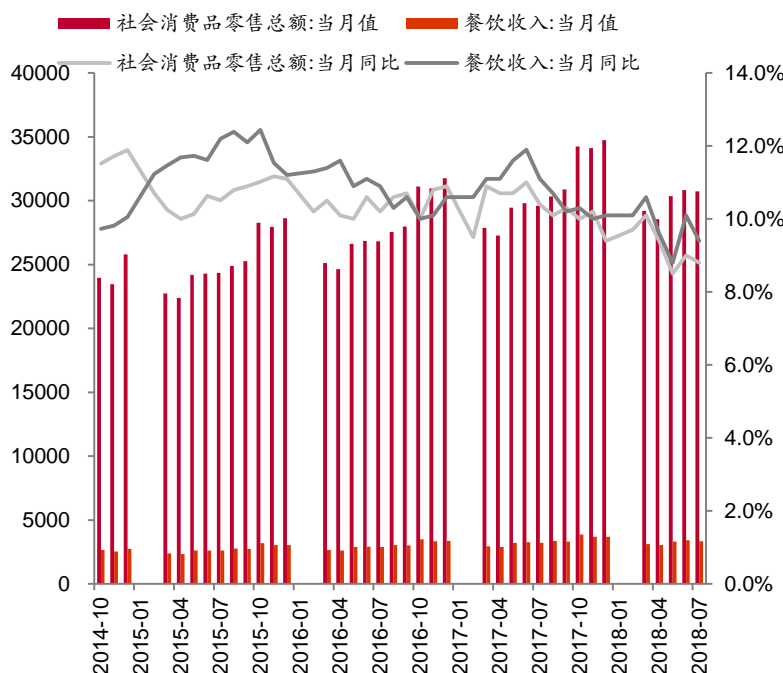
图表 24: 社会消费品零售总额及餐饮收入 (亿元): 年度



来源: Wind, 中泰证券研究所

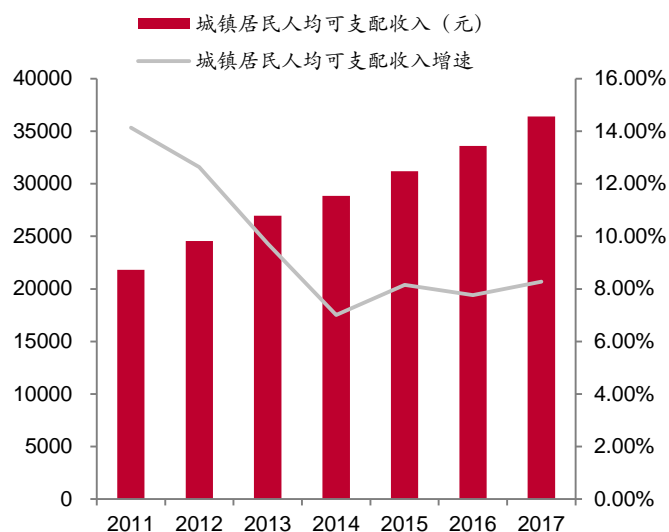
图表 26: 全国城镇居民人均可支配收入: 年度

图表 25: 社会消费品零售总额及餐饮收入 (亿元): 月度

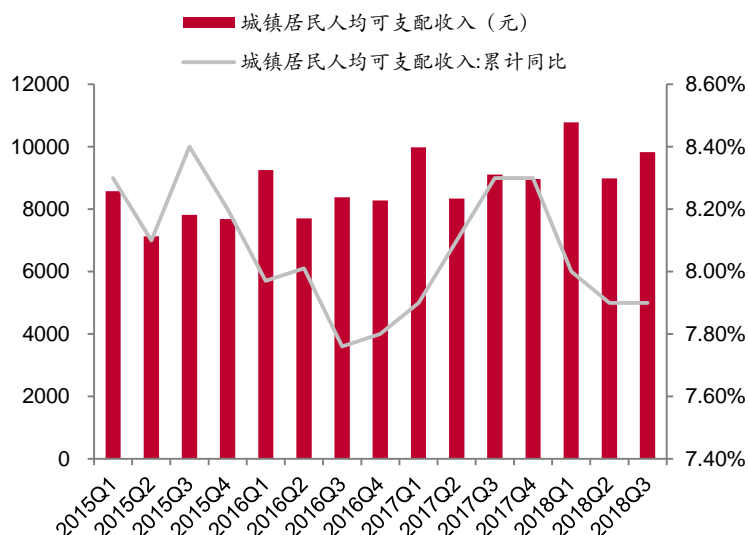


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 全国城镇居民人均可支配收入: 季度



来源: Wind, 中泰证券研究所

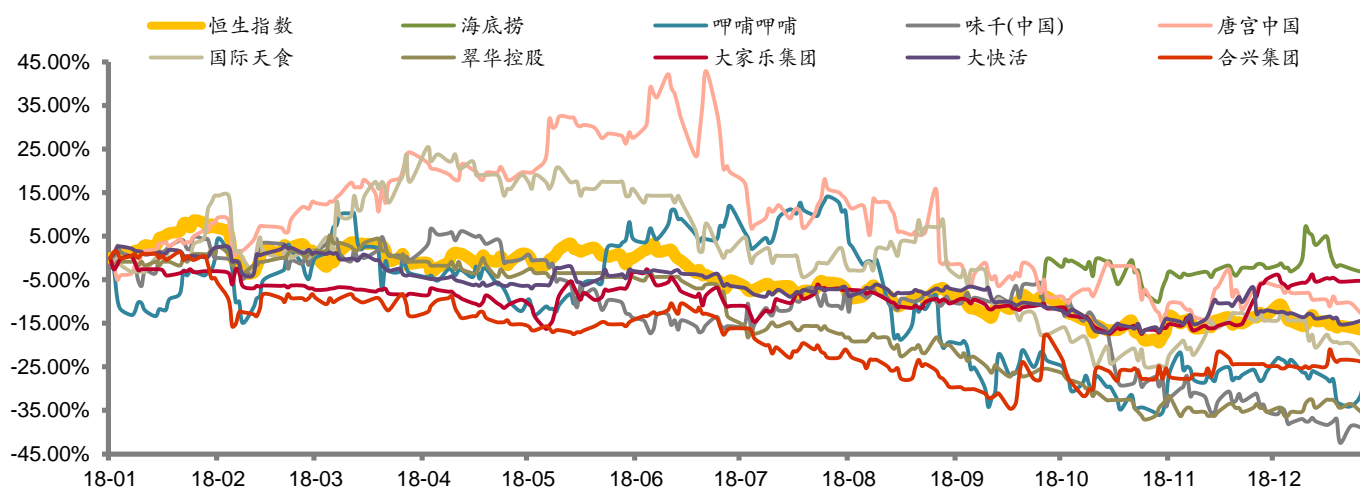


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 个股上半年大幅跑赢恒指, 下半年餐饮板块普遍跑输恒指

- **餐饮板块市场表现两极分化, 下半年板块整体跑输恒指。**我们把在港股上市的 10 家餐饮企业 2018 年以来的股价走势, 与恒生指数进行对比, 可以发现餐饮企业股价表现两极分化严重, 且多数企业表现不佳, 其根本原因在于餐饮行业门槛低, 行业格局高度分散, 企业盈利难。此外, 2018 上半年盈利能力、经营效率、营收增速等基本面表现良好的唐宫及呷哺股价走势跑赢恒指, 然而 2018 年下半年, 受人力成本、原材料成本上涨影响, 各餐饮企业净利率下滑, 餐饮板块整体跑输恒指。

图表 28: 餐饮板块 2018 年度股价表现



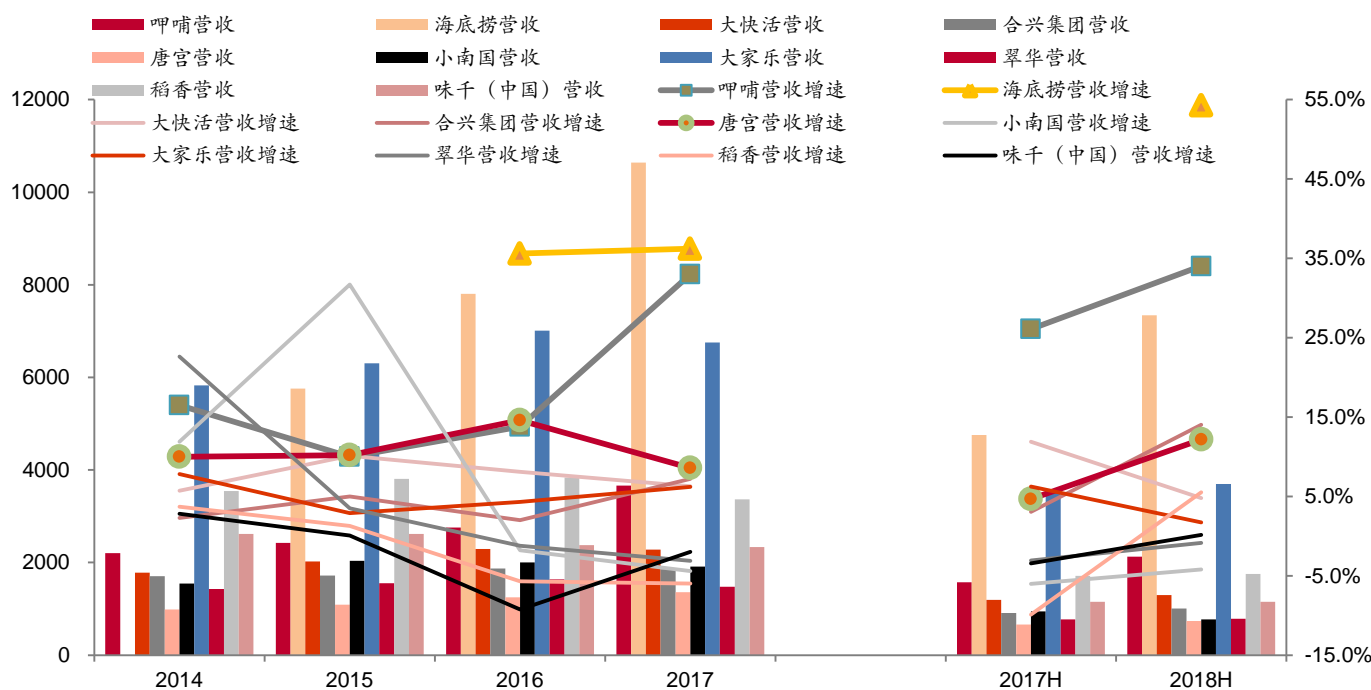
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 港股餐饮企业营收规模及扩张空间

- **海底捞、大家乐及呷哺营收规模排名前三, 海底捞及呷哺营收增速遥遥领先, 未来增长空间广阔。**2018 年上半年, 10 家餐饮企业中, 海底捞、

大家乐及呷哺分别以 73 亿、37 亿及 21 亿的收入位列前三，但近年来大家乐营收仅以低单的速度缓步增长，海底捞和呷哺则持续发力，近两年营收增速均保持 30% 以上，2018 上半年呷哺营收增速达到 34%，海底捞营收增速则高达 54%；同时，我们对餐厅一二三线各城市现有渗透率（餐厅数量/百万人口）进行计算，并以各线城市对标渗透率相对成熟的本地城市，可以发现呷哺、海底捞在一二线城市都还有较大的发展空间，三线城市及以下的下沉空间更是十分广阔。

图表 29：港股餐饮企业营收规模及增速对比（百万元）



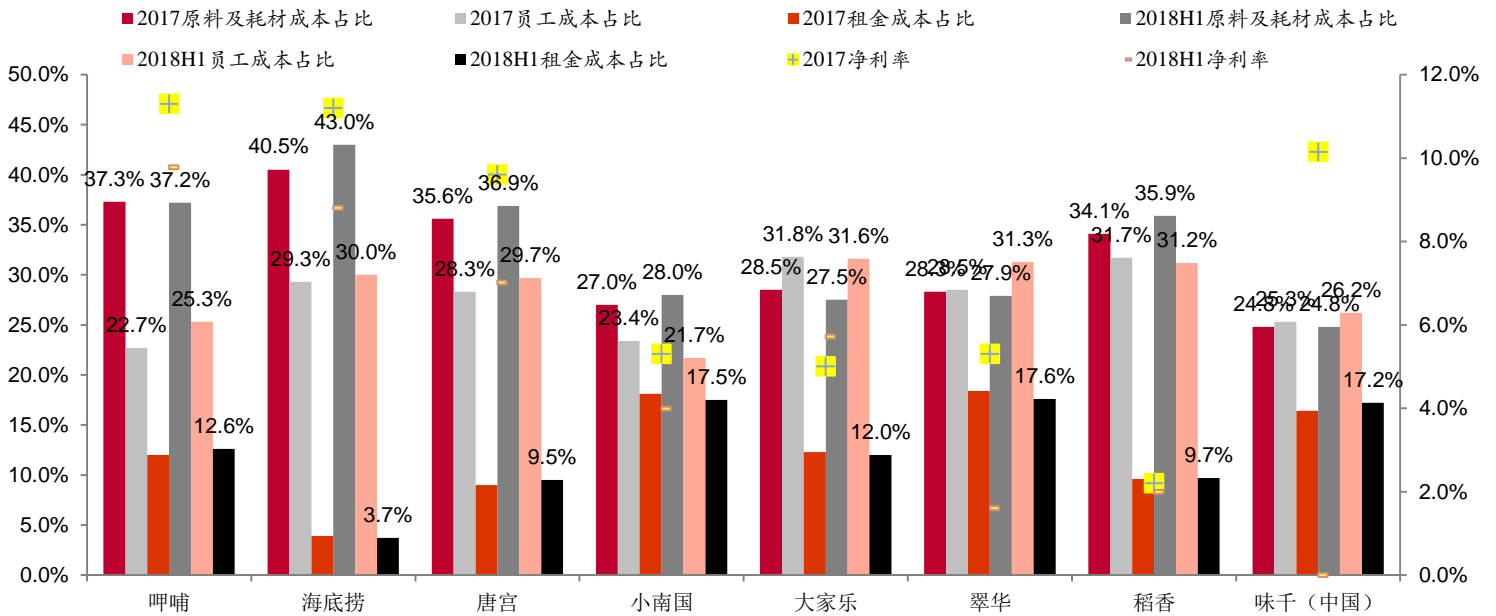
来源：各公司年报，中泰证券研究所

### 港股餐饮企业经营效率对比

- 呷哺、海底捞具有一定的成本控制优势，但 2018 年以来餐饮企业各项成本压力抬升。①呷哺与海底捞除了原料成本较高，员工及租金成本均保持在行业较低水平，原料成本较高主要是由于牛羊肉作为火锅的主要食材，成本较高，并且 2018 年以来牛羊肉价格均持续走高。海底捞原料耗材占比为 47.0%，高于呷哺的 37.2%，主要由于海底捞关联交易较多让渡了部分毛利，此外，呷哺通常会储存较多冻牛羊肉存货，提前锁定原材料价格。②得益于快速休闲小火锅的商业模式，呷哺对员工总数及要求都不高，因此员工成本较低，但可以观察到 2018 年上半年各餐饮公司的员工成本均有所上升，预期 2019 年随着“社保入税”政策落地，劳动力密集的餐饮行业成本将不断抬升，利润率继续受到挤压。③海底捞的租金成本占比仅为 3.7%，租金成本控制能力同行业最低，一方面是由于公司品牌力量强，具有突出的引流能力，租金议价能力强，另一方面是由于与呷哺等其他餐饮企业相比，海底捞门店主要位于二线城市及以下，未来随着呷哺门店布局持续下沉，租金成本有望进一步降低。

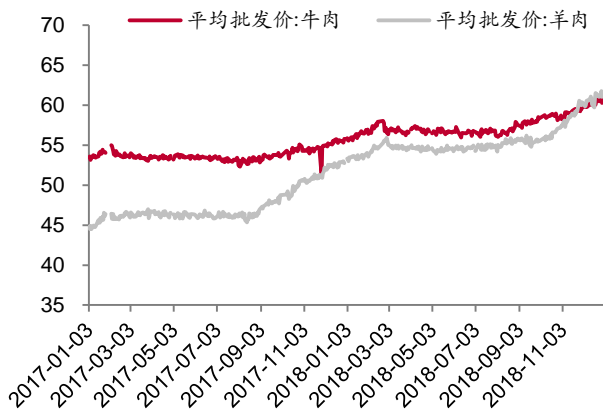
图表 30：2017-2018 上半年港股餐饮企业成本对比（成本占总营收比）





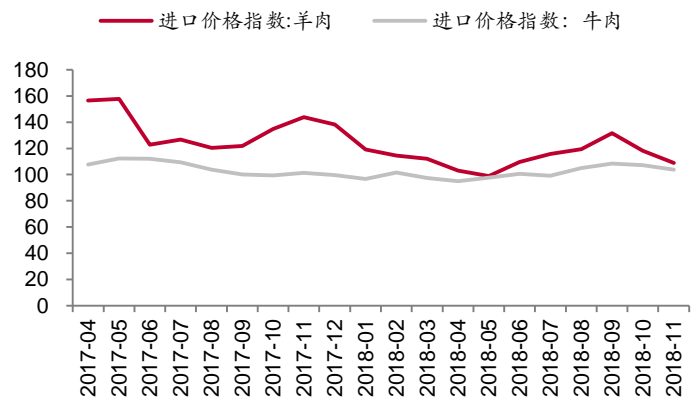
来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 31: 牛羊肉平均批发价持续上涨 (元/公斤)



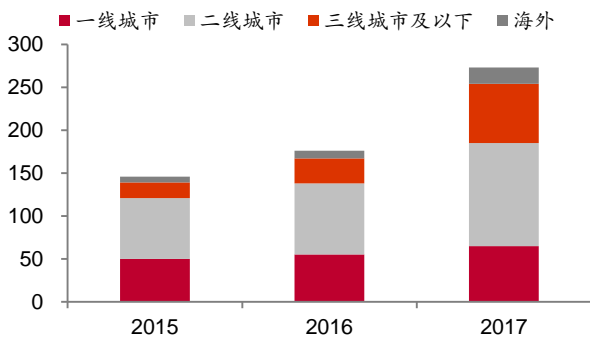
来源：农业部，中泰证券研究所

图表 32: 进口牛肉羊肉价格平稳



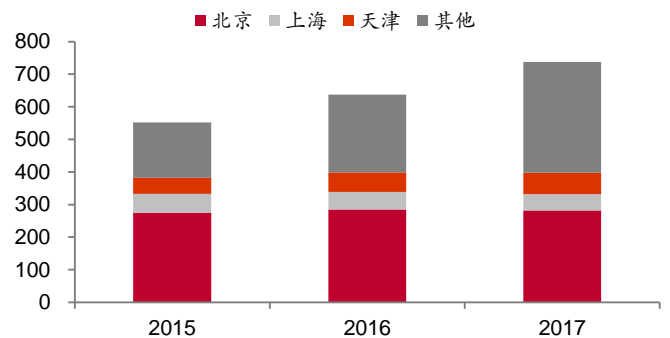
来源：海关总署，中泰证券研究所

图表 33: 海底捞门店主要分布于二线城市及以下



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 34: 呷哺门店主要分布于一线城市



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 35: 海底捞各地区翻台率**

	一线城市	二线城市	三线及以下城市	中国内地以外	总计
2015	3.9	4.1	3.5	4.4	4
2016	4.3	4.8	4.3	4.8	4.5
2017	4.8	5.2	4.7	4.4	5
2017H1	4.7	5.2	4.7	4.4	5
2018H1	4.9	5.1	4.6	5	4.9

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 36: 呷哺呷哺各地区翻台率**

	北京	上海	天津	其他地区	总计
2013	4.8	2.7	3.4	3.3	4.2
2014	4.3	2.6	3.3	3	3.8
2015	3.9	2.4	3.1	2.8	3.4
2016	4	2.4	3.1	2.8	3.4
2017	4	2.7	3	3	3.3
2017H1	3.8	2.6	2.9	2.6	3.1
2018H1	3.6	2.6	2.5	2.4	2.8

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 37: 海底捞各地区同店销售增长率**

	一线城市	二线城市	三线及以下城市	中国内地以外	整体
2016	10.90%	16.60%	12.20%	19.60%	14.10%
2017	12.70%	14.50%	16.30%	12.80%	14.00%
2018H1	12.20%	4.20%	6.30%	-2.80%	6.40%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

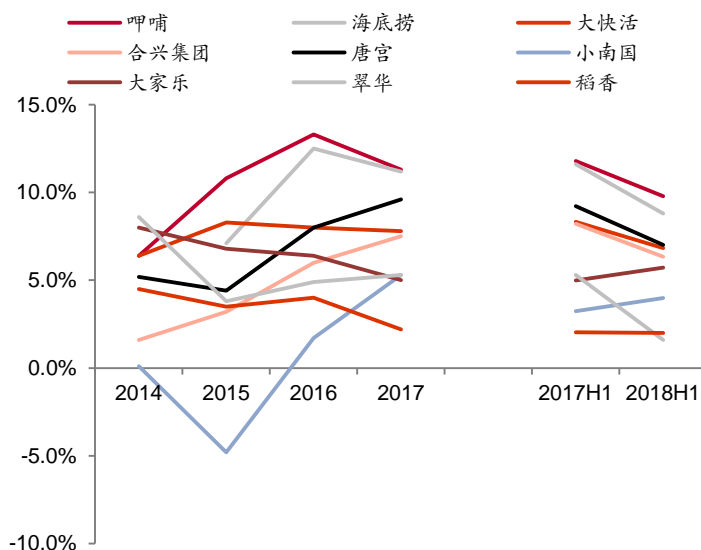
**图表 38: 呷哺呷哺各地区同店销售增长率**

	全国	北京	上海	天津
2014	1.50%	0.90%	4.50%	5.00%
2015	-4.00%	-3.00%	-10.40%	2.60%
2016	3.00%	4.20%	1.30%	4.00%
2017	8.50%	7.80%	18.00%	4.90%
2017H1	7.20%	6.30%	14.20%	4.00%
2018H1	7.30%	6.80%	14.20%	3.40%

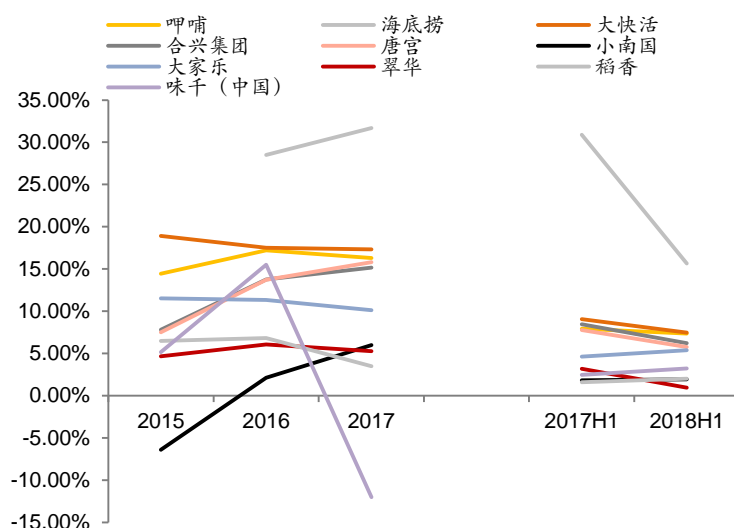
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 海底捞、呷哺盈利能力领先, 呷哺偿债能力行业最优。**呷哺及海底捞成本控制能力优异, 净利率持续领先其他餐饮品牌, 此外海底捞 ROE、ROA 遥遥领先其他上市餐饮品牌, 一方面是由于海底捞供应链、调料生产厨房等重资产均为体外关联公司, 另一方面是由于海底捞流动负债较高, 2018 上半年流动比率仅为 0.45。海底捞流动比率行业最低, 除了由于扩张加速, 导致公司应付装修翻新费用及应付员工成本大增, 还主要由于公司进行业务重组 (收购若干附属公司、分公司及资产), 通过关联公司贷款补充营运资金; 呷哺流动比率持续领先其他餐饮品牌, 2018 上半年流动比率达到 2.5。

**图表 39: 港股餐饮企业净利率对比**
**图表 40: 港股餐饮企业 ROA 对比**

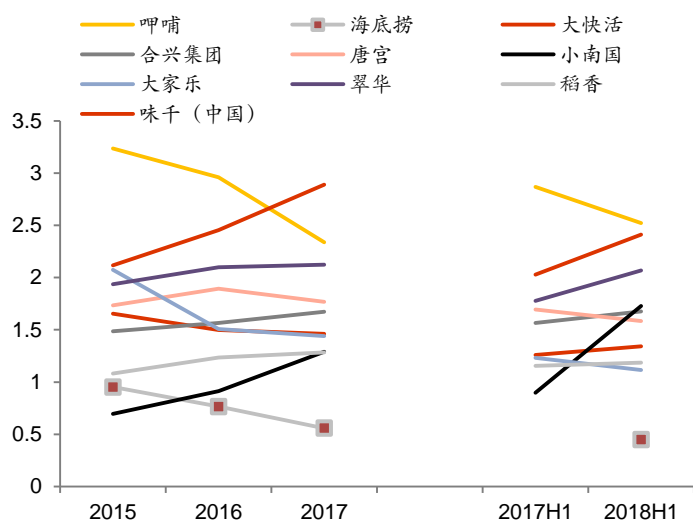


来源：各公司年报，中泰证券研究所



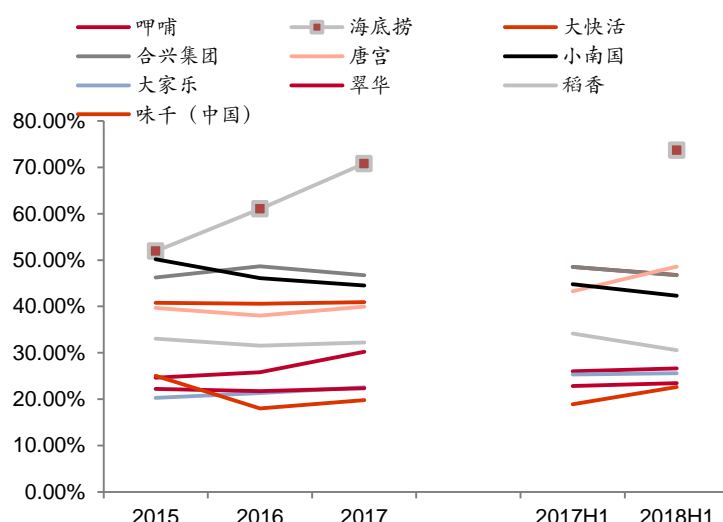
来源：各公司年报，中泰证券研究所

**图表 41： 港股餐饮企业流动比率对比**



来源：各公司年报，中泰证券研究所

**图表 42： 港股餐饮企业资产负债率对比**



来源：各公司年报，中泰证券研究所

## 连锁餐饮行业的发展痛点与增长引擎

### 餐饮企业几大痛点：“翻台率”、“标准化”、“接受度”

- 翻台率难提升。**餐厅翻台率难提升，一方面是由于非用餐时段，餐厅客流量极低，因此越来越多的餐厅推出下午茶、饮品系列，吸引闲时客流量；另一方面是由于用餐时段餐厅的低效运转，因此越来越多的餐厅推出互联网自助点餐及支付功能，通过“秒点+秒付”提升运营效率，并不断延长夜间营业时间。
- 标准化难实现。**多数餐饮企业，尤其是中式餐饮，SKU繁多，对厨师的依赖严重，无法实现菜品的标准化制作，导致餐饮企业很难实现快速而成功的扩张，从而无法获得餐厅扩张后的规模效应红利。
- 众口难调。**餐饮行业品类繁多，顾客的消费分布极为分散，而具有较高接受程度的餐饮品类，一方面具有较高的消费频次，另一方面可

以实现跨地域扩张，不受地域口味差异的限制。由此，中国中式餐饮行业竞争激烈，行业集中度非常分散，2017年前五大经营者仅占总市场份额的0.8%。

- **基于以上餐饮行业的痛点，我们筛选出两条优质的赛道。**可以看到，火锅及快餐都具有易标准化、强接受度的特质，经营效率方面，快餐具有更高的翻台率，火锅则相对较低，因此火锅企业不断通过推出茶饮、茶点等复合业态，延长营业时间，推出互联网自助下单等方式提高餐厅翻台率。此外，相较于其他餐饮品类，火锅具有天然的社交属性，在互联网时代，社交属性可以转变为极强的传播优势，帮助企业引爆网络，甚至形成“现象级”餐饮企业。因此，火锅和快餐成为了繁杂连锁餐饮品类中两条最为优质的赛道。

**图表 43: 餐饮行业优质赛道：火锅 VS 快餐**

	火锅	快餐
标准化	强	
	火锅及快餐对厨师依赖性低，容易建立标准化的采购及加工流程，具备先天的开展连锁模式的能力，能够顺利建立标准化连锁餐厅的公司，可以拓展市场规模，实现规模效应及成本优势，获得长期可持续竞争优势。	
翻台率	较低	高
	火锅用餐时间较长，翻台率较低。海底捞通过延长营业时间、互联网下单付款等方式大大提高了翻台率。	快餐用餐场景简单，点餐快、买单快、用餐快，可以实现极高的翻台率。
接受度	强	强
	火锅的口味可以通过搭配不同的锅底、蘸料以及食材，满足不同顾客的需求，因此接受度很高；另外，川味火锅是中国最主流的火锅派系，消费频次高。	快餐价格较低，顾客接受度高；口味方面，快餐的普适性强，符合大众口味，消费频次高。
其他	社交属性	
	火锅具有天然的社交属性，而火锅店社交属性具有的传播性在互联网时代具有极大的优势，其产品、服务等卖点都有机会迅速引爆网络，迅速在消费者之间传播。	

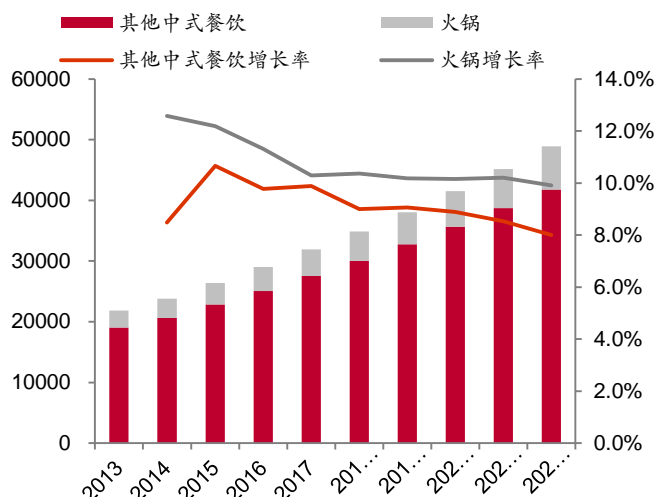
来源：中泰证券研究所

### 餐饮行业的黄金赛道——火锅行业

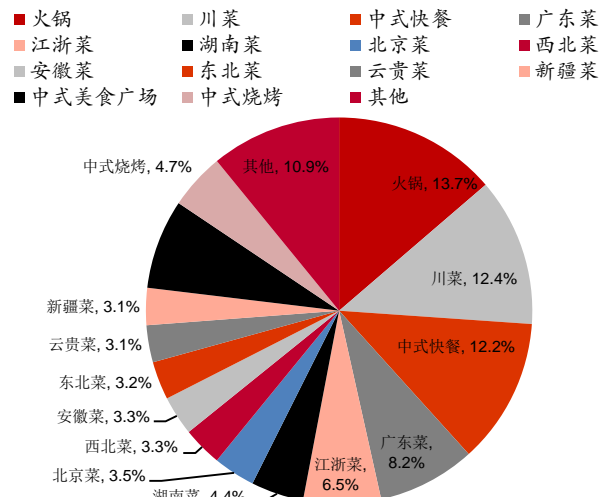
- **大市场：口味包容性好，普适性强，火锅最受大众欢迎。**2017年火锅在中式餐饮市场占据最大的份额，达到13.7%，火锅的口味包容性强，通过搭配的不同锅底、蘸料以及食材，可以满足不同顾客的口味要求。火锅的市场规模逐年稳步增长，且增长速度快于其他中式餐饮，中国火锅的市场规模由2013年的2813亿元增长至2017年的4362亿元，复合增长率达到11.6%。

**图表 44: 火锅——中式餐饮中占比最高、增速最快的品类**

**图表 45: 火锅贡献中式餐饮市场13.7%的营业额**



来源：弗若斯特沙利文，中泰证券研究所



来源：弗若斯特沙利文，中泰证券研究所

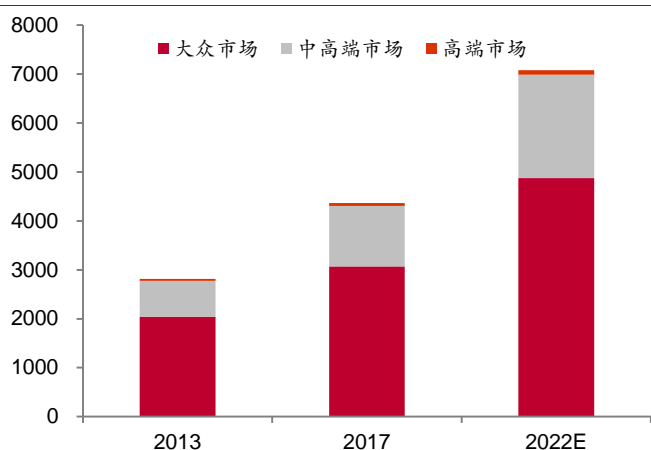
- 强盈利：火锅餐厨比低，烹饪流程简单，盈利能力强。**火锅的餐厨比可以达到 1:4，意味着同样的餐厅面积，火锅店有更多空间招待客人，同时火锅的送餐流程简单，出餐迅速，对厨师的依赖性低，因而人工成本及加工成本低，根据《2017 年中国餐饮业年度报告》，2017 年火锅的平均坪效为 3.21 万元，人均劳效为 27.9 万元，远高于正餐与快餐，同时火锅的平均净利率远高于普通正餐，达到 13.5%，与在营业成本方面有优势的快餐基本一致（火锅毛利率较低，主要是由于牛羊肉等食材成本较高）。

**图表 46：火锅盈利能力高于其他正餐**

(万人民币)	火锅	其他正餐	快餐
每平米营收	3.21	1.08	1.71
每餐位营收	4.93	4.61	5.12
人均劳效	27.9	3.1	19.43
平均毛利率	44.49%	58.41%	64.2%
平均净利率	13.51%	5.76%	14.31%

来源：2017 年中国餐饮业年度报告，中泰证券研究所

- 易扩展：火锅行业极易建立强标准化管理流程，便于门店扩展，实现规模效应。**火锅基本不需要对菜品进行深加工，关乎火锅口味的锅底和蘸料通常由火锅店或外包商统一生产，菜品由火锅店统一采购，整个过程更容易建立标准化的流程，因此火锅具备先天的开展连锁模式的能力，能够顺利建立标准化连锁火锅店的公司，可以拓展市场规模，实现营收持续增长，保证充足的现金流支持业务拓展，同时实现规模效应及成本优势，使公司获得长期可持续的竞争优势。
- 中高端火锅市场增速最快，大众火锅市场规模最大。**2013-2017 年中高端火锅市场的复合增长率达到 13.9%，增速领先于大众及高端市场，随着人均可支配收入增加、城镇化的加快带来的社会节奏加速，预期 2017-2022 年中高端火锅市场增速将持续领先，复合增长率达到 11.3%。市场规模方面，大众市场规模约占整体火锅市场的 70%，预期到 2022 年大众火锅市场规模将达到 4878 亿元，中高端市场规模达到 2116 亿元。

**图表 47: 中高端火锅市场占比持续增加 (亿人民币)**


来源: 弗若斯特沙利文, 中泰证券研究所

**图表 48: 中高端火锅市场增速最快**

	人均消费	复合增长率	
		2013-2017	2017-2022E
高端市场	200 元以上	11.40%	10.00%
中高端市场	60-200 元	13.90%	11.30%
大众市场	60 元以下	10.70%	9.70%

来源: 弗若斯特沙利文, 中泰证券研究所

**图表 49: 连锁火锅品牌市场占有率极低**

	2015	2016	2017
海底捞	1.50%	1.80%	2.20%
呷哺呷哺	0.70%	0.70%	0.80%
C 公司	0.90%	0.80%	0.90%
F 公司	0.80%	0.80%	0.80%
G 公司	0.70%	0.70%	0.80%
其他	95.30%	95.20%	94.50%

来源: 弗若斯特沙利文, 中泰证券研究所

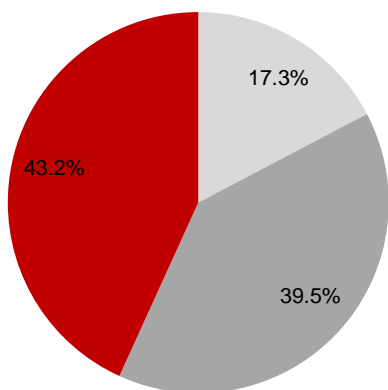
### 餐饮行业新的增长引擎——餐厅网络下沉、外卖业务

- 餐厅网络下沉空间广阔。**中国三线及以下城市人口占比远高于一二线城市人口, 且随着城镇化率不断提高, 人均可支配收入的缓步增加, 低层级城市从人口数量到消费力都将有更大的发展空间。目前大多数连锁餐厅仍集中于一二线城市, 呷哺、海底捞一二线城市门店占比分别为 84% 和 73%, 对比下沉相对完备的肯德基和必胜客 (三线及以下城市占比分别达到 52% 和 42%), 餐厅下沉空间十分广阔。

**图表 50: 中国三线及以下城市空间广阔**
**图表 51: 门店分布各层级城市的占比**

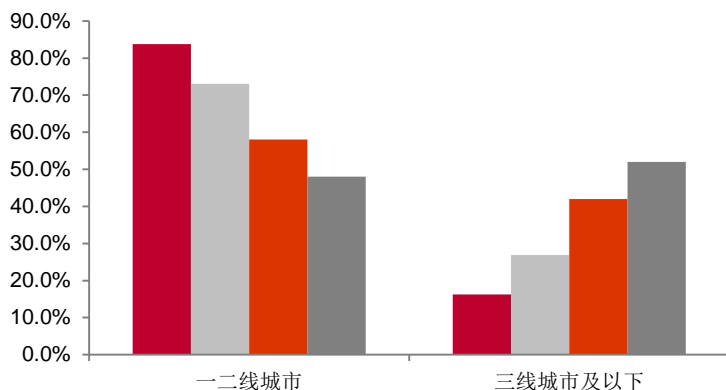


■ 一二线城市人口 ■ 三线以下城市人口 ■ 农村人口



来源: Wind, 中泰证券研究所

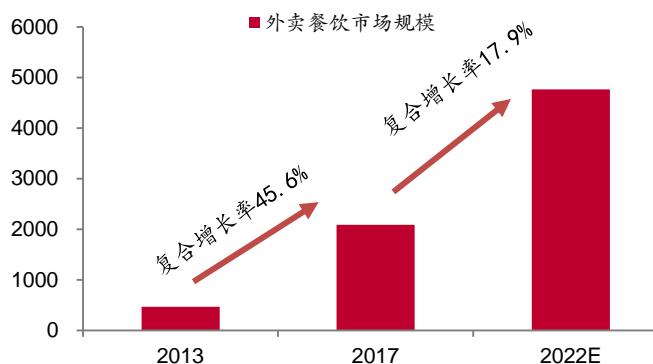
■ 呷哺呷哺 ■ 海底捞 ■ 必胜客 ■ 肯德基



来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

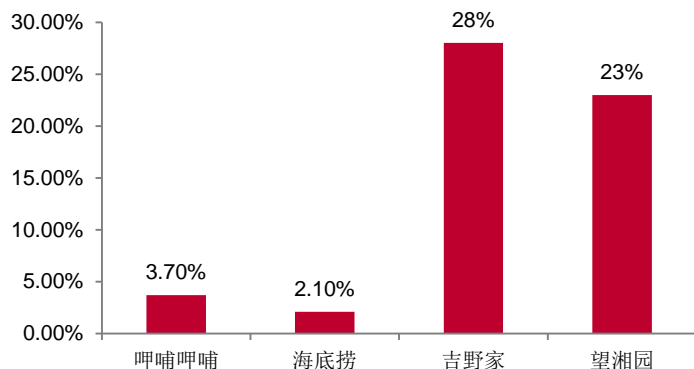
■ **外卖业务提高门店销售密度。**中国餐饮外卖市场发展迅速,由2013年的465亿元快速增长至2017年的2091亿元,复合增长率达到45.6%,占2017年中国整体餐饮市场的5.3%,预期2017年-2022年将按照17.9%的复合年增长率继续增长,市场规模将于2022年增长至4770亿元,占2022年中国整体餐饮市场的7.6%。餐厅开展外卖业务可以充分利用午、晚餐等高峰时段,提升销售密度及同店增长率,呷哺、海底捞的外卖营业额占比较低,随着火锅外卖业务的逐渐成熟、线上品牌推广的逐步展开以及火锅定食等多种类外卖的发展,未来外卖业务将保持高速的发展态势。

图表 52: 持续增长的千亿级外卖餐饮市场



来源: 弗若斯特沙利文, 中泰证券研究所

图表 53: 各餐饮企业外卖营业额占总营业额比重(2017)



来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

## 板块观点及投资建议

行业规模庞大,但高度分散、竞争激烈,建议关注龙头企业

■ **板块观点:** 万亿级餐饮行业的市场规模仍在不断增加,但餐饮企业普遍存在“翻台率难提升”、“标准化难实现”、“众口难调”几大痛点,因此成功的连锁餐饮品牌较少,行业格局高度分散,火锅及快餐较好的规避了行业几大痛点,是餐饮行业的优质赛道。建议关注优质赛道中的盈利能力、成长能力较好的龙头企业,呷哺呷哺及海底捞。

- 呷哺与海底捞：从差异化定位到同质化竞争。湊湊 VS 海底捞。**虽然两者的目标市场趋于一致，但我国中高端火锅市场空间广阔，市场格局分散，一方面，两个品牌的餐厅网络都主要位于一二线城市（占比在 80% 左右），三线城市及以下的下沉空间十分广阔，另一方面，从渗透率来看，两个餐厅的在一二线的渗透都并不完备，因此很难出现直接的激烈竞争，我们预期两者仍会以较快速度持续发展。呷哺 VS 海底捞。整体来看，呷哺与海底捞位于餐饮黄金赛道的不同细分品类，呷哺凭借成熟的运营体系、低单价的商业策略打造超高性价比的用餐体验，并通过深耕密植的扩张策略成为休闲小火锅领域的龙头，同时，开拓副牌湊湊，进军中高端火锅市场；海底捞凭借成熟的运营体系、独特的激励机制打造超预期的用餐体验，通过“师徒制”晋升机制快速实现门店扩张，成为中高端火锅领域龙头。

**图表 54：呷哺、湊湊及海底捞的商业模式对比**

项目	呷哺呷哺	湊湊	海底捞
类型	快速休闲火锅	传统火锅	传统火锅
定位	大众市场	中高端市场	中高端市场
菜单	精简	丰富；潮流菜品	丰富；潮流菜品
附加产品	2.0 版增添茶饮	火锅+茶饮+茶点	正在研发早茶、下午茶及海底捞啤酒
单店面积	200-300 平方米，可容纳 100 名顾客	500-1000 平米	600-1000 平方米，可容纳 300-500 位顾客
单店投入	130 万元	700-1000 万元	800-1000 万元
餐厅设计	U 型吧台设计，一人一锅	园林主题，舒适、典雅	红黑主题，舒适、典雅
服务质量	标准化的服务	升级的标准化服务	超预期的特色服务
单店收入	2017 年平均单店收入 473 万元	成熟门店收入 2000-3500 万元	平均单店收入 5110 万元
人均消费	48.4 元；2.0 版人均消费不超过 70 元	100-130 元	97.7 元
坪效	每平方米 2.2 万元	每平方米 3-6 万元	每平方米 5.1-8.5 万元
营业时间	10 个小时	12 个小时以上	12 个小时以上
投资回收期	一般 3 个月实现当月盈亏平衡，平均投资回收期 16 个月	NA	一般 1-3 个月实现当月盈亏平衡，平均投资回收期 6-13 个月
餐厅布局	780 家门店，覆盖 14 个省份的 86 个城市及三个直辖市	21 家门店，位于一二线城市	341 家门店，扩展至中国 26 省及海外
扩张策略	在华北地区深耕密植，稳步扩展至其他地区；2018 预计增加门店近 120 家	每年增加 18-20 家	根据储备店长数目进行扩张；2018 预计增加门店近 200 家

来源：各公司年报，中泰证券研究所

- 6) **投资建议：**展望 2019 年，我们对龙头餐饮企业持积极的态度，首先餐饮板块对比可选消费板块，受宏观经济影响相对较小；其次 2019 年的“社保入税”我们认为影响有限，以呷哺呷哺为例，餐厅一半以上的员工为以劳务派遣为主要方式的临时工，可以有效进行员工成本控制；最后餐饮龙头企业门店扩张迅速且增速持续领先于国际餐饮企业，对标国际餐饮企业 29.53x 的平均市盈率，国内龙头餐饮企业估值偏低，建议重点关注呷哺呷哺及海底捞，两者的盈利能力、经营效率、成长速度均大幅好于其他中国餐饮企业。

**图表 55：港股餐饮企业可比公司估值**

(亿人民币)	代码	营收		净利率		营收增长率		净利润增长率		派息率	股息率	市盈率			
		2016A	2017A	2016A	2017A	2016A	2017A	2016A	2017A	2017A	2017A	2017A	TTM	2018E	2019E
国际餐饮品牌															
麦当劳	MCD. US	1708.0	1491.1	19.94%	23.82%	-3.10%	-7.30%	3.50%	10.80%	59.70%	2.46%	25.81	24.00	23.17	21.80
百胜中国	YUMC. US	468.4	466.8	7.22%	8.38%	-2.30%	5.80%	55.40%	-19.70%	9.59%	0.00%	26.66	20.26	23.12	21.66
达美乐	DPZ. US	171.5	182.2	8.70%	10.02%	11.60%	12.80%	11.40%	29.50%	30.43%	0.81%	32.25	31.94	29.17	26.01
CHIPOTLE 墨	CMG.US	270.9	292.5	0.95%	4.00%	-13.30%	14.70%	-95.20%	668.40%	0.00%	0.00%	46.14	61.39	60.32	43.12
西哥餐厅															
温迪快餐	WEN. US	99.6	79.9	7.27%	8.71%	-23.30%	-14.80%	-19.60%	49.70%	35.24%	1.66%	38.79	31.19	28.82	24.82
棒约翰	PZZA. US	118.9	116.5	5.59%	5.40%	4.70%	4.10%	35.90%	-0.50%	29.62%	1.02%	21.03	24.10	28.63	28.04
平均值		472.9	438.2	8.28%	10.06%	-4.28%	2.55%	-1.43%	123.03%	27.43%	0.99%	31.78	32.15	32.21	27.58
中国餐饮品牌															
呷哺呷哺	0520. HK	27.7	36.8	13.29%	11.41%	13.84%	39.70%	39.74%	14.17%	40.00%	2.18%	33.33	23.99	21.63	17.22
海底捞	6862. HK	78.3	106.6	12.50%	11.21%	35.53%	36.21%	169.60%	39.81%	-	-	-	70.9	47.54	30.34
大家乐	0341. HK	70.1	67.5	6.38%	5.44%	4.34%	6.74%	-2.70%	-9.10%	94.06%	3.19%	29.25	23.91	24.81	22.55
翠华	1314. HK	16.4	14.8	4.87%	4.33%	-1.17%	-0.34	26.20%	-11.36%	85.78%	2.52%	19.66	22.41	20.07	8.22
稻香	573. HK	38.4	33.8	4.00%	2.19%	-5.72%	-5.99%	3.80%	-49.90%	131.24%	6.95%	15.87	13.58	-	-
味千(中国)	538. HK	24.2	23.9	27.45%	-20.35%	-6.07%	-1.24%	260.48%	-173.15%	-	4.11%	17.11	-4.4	10.26	10.26
唐宫	1181. HK	12.8	13.9	7.90%	9.44%	14.64%	8.61%	107.85%	30.04%	100.00%	6.63%	10.08	9.68	9.1	8.34
平均值		38.3	42.5	10.91%	3.38%	7.91%	7.15%	86.42%	-22.78%	90.22%	4.26%	21.64	18.71	22.24	16.16

来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

注: 截至 2019 年 2 月 11 日

### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

### 分析师承诺:

#### 负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
2. 本人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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3. 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4. 本人承诺由本人出具的所有报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，且仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。