

社会服务

餐饮行业系列深度研究之三

超配

(维持评级)

2021年05月19日

一年该行业与恒生指数走势比较



相关研究报告:

《社服双周报 2021 年 06 期:民促法正式落地,职教高教受鼓励但 K9 受限制》——2021-05-17
 《社会服务行业-20 年年报及 21 年一季报总结:逐季复苏,业绩验证成下一步关键》——2021-05-07
 《五一小长假快评:旅游行业复苏更进一步,结构特征依旧显著》——2021-05-07
 《2021 年 5 月投资策略:五一长假再成景气度观察窗口, Q2 业绩较为关键》——2021-04-28
 《社服双周报 2021 年 05 期:携程香港挂牌表现良好,职业教育再获肯定》——2021-04-26

证券分析师:曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师:钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

证券分析师:姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

联系人:张鲁

电话: 0755-81982991
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

行业专题

谁是影响餐饮龙头估值的关键因子?

● 估值复盘:以史为鉴,4家港股连锁餐饮龙头估值演变回顾

海底捞:上市之初 PE 中枢~50x, PEG/0.9x 处低位; 19.02 以来高翻台+同店增长逻辑验证, 中枢抬升至 65x (阶段 PEG/1.7x 享溢价); 2020 年以来门店逆势扩张估值维持溢价 (65x/PEG~1.7x); 21.02 以来出现显著回调。**九毛九:** 20.01 上市以来估值享溢价 (PEG>1x), 太二同店恢复+门店扩张系核心支撑, 新品牌孵化提供想象空间, 股价持续强势。**呷哺呷哺:**14.12 上市受呷哺同店转负影响, PE 中枢仅 15x (PEG/0.4x) 折价明显; 16 年以来呷哺同店转正+湊湊孵化, PE 抬升 (最高 32x/PEG~1.3x 溢价); 18H2 同店增速放缓/转负, PE 最低回调至 12x (PEG/0.8x); 20 年模型改善/湊湊放量估值回升; 21.02 以来走弱。**百胜中国:**历史 PE 中枢约 23x, 肯德基/必胜客同店数据为锚, 肯德基强品牌力+平台型企业潜力估值稳定溢价 (PEG/2x)。

● 估值变量:同店为锚,门店增长为放大器,品牌孵化兼顾利益平衡

估值切换源自业绩成长预期变化。1) 同店增速为估值锚, 既表征存量门店盈利能力, 也影响未来门店扩张节奏; 2) 门店增速为估值放大器, 上升期品牌若门店加速扩张, 估值/业绩有望双击; 下行期门店扩张若分流明显估值往往回调。兼顾品牌异地接受度; 3) 新品牌孵化提供成长新动能, 但需配套激励制度、兼顾新老品牌团队利益; 4) 外界因素: 疫情扰动行业出清、上游供应链发展完善, 行业迎来发展机遇、成长逻辑改善带来 β 型估值提升。

● 估值溢价:溢价源自确定性/高成长,溢价程度与赛道/格局/治理相关

餐饮品牌估值溢价来自业绩确定性与高成长性。顾客口味短期不会剧变, 品牌势能建立后短期内增长确定性强, 且品牌在高势能期内会加快扩张, 业绩大多会迎来高增期, 即溢价来自经营确定性以及高成长性下快速消化估值的能力。溢价程度与赛道空间、竞争格局、企业治理等相关。赛道空间决定市场空间, 竞争格局决定稳态下市场份额, 治理能力则是品牌成长/新品牌孵化的基础。企业成熟情况下利润体量越大, 对应在当下估值溢价程度往往越高。

● 风险提示:食品安全、疫情反复、股东减持、新品牌孵化失败等

● 投资建议:顺应企业发展趋势,享受餐饮品牌的成长红利期

海底捞系中式餐饮标杆龙头, 火锅赛道 NO.1, 未来重点关注门店快速扩张下同店翻台率表现与第二增长曲线下跨赛道孵化; 九毛九太二正处黄金发展期, 但短期估值也相对不低, 公司积极孵化新品牌, 将需时间换空间; 呷哺呷哺未来一看呷哺优化, 二看湊湊展店, 短期理清各团队利益平衡是关键; 百胜中国核心关注肯德基/必胜客同店经营, 平台型企业未来或许会创造惊喜。综合考虑“企业发展阶段+赛道格局+治理结构”选股准则, 推荐九毛九、海底捞、百胜中国-S、呷哺呷哺。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
9922.HK	九毛九	增持	25.07	36,433	0.32	0.49	77.19	51.68
6862.HK	海底捞	增持	37.21	197,199	0.87	1.16	42.61	32.02
9987.HK	百胜中国-S	增持	402.90	170,929	14.28	15.18	28.21	26.55
0520.HK	呷哺呷哺	增持	9.91	10,757	0.50	0.67	19.74	14.78

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

投资摘要

投资建议

海底捞系中式餐饮标杆龙头，火锅赛道 NO.1，未来重点关注门店快速扩张下同店翻台率表现与第二增长曲线下跨赛道孵化；九毛九太二正处黄金发展期，但短期估值也相对不低，公司积极孵化新品牌，将需时间换空间；呷哺呷哺未来一看呷哺优化，二看湊湊展店，短期理清各团队利益平衡是关键；百胜中国核心关注肯德基/必胜客同店经营。平台型企业未来或许会创造惊喜，平台型企业未来或许会创造惊喜。综合考虑“企业发展阶段+赛道格局+治理结构”选股准则，推荐九毛九、海底捞、百胜中国-S、呷哺呷哺。

关键结论

1、餐企估值切换源自未来业绩经营预期的变化。为了更为准确把握餐饮企业估值，需对公司未来业绩增长进行提前的预判，而餐饮企业业绩成长来源于三个方面，**存量门店的持续增长(同店增长)、新开门店增量以及新孵化品牌的贡献。**以上三个变量直接影响餐饮企业业绩成长预期带来估值的变换。此外，**外界条件演变引起行业β型发展机遇**，如疫情影响行业出清、龙头餐企竞争格局优化，上游供应链发展完善带来行业新机遇。以上四个变量从短中长期多维度影响餐饮企业业绩成长预期，进而带来餐企估值的切换。

2、上升期餐饮品牌的确定性与爆发性，是估值溢价的核心。顾客的口味短期不会剧变，餐饮品牌势能一旦建立，未来 3-5 年的成长确定性非常强。同时餐饮品牌在自身强势期内会加快扩张步伐，扩大自身的份额，故经营业绩大多会出现爆发式的增长。简单来说，**上升期餐饮品牌经营的确定性，以及爆发成长性带来的快速消化估值的能力，是市场投资者原因给与餐饮企业当下估值溢价的核心原因。**同时需注意的是，一旦品牌同店增速、门店增速显示品牌进入下行周期，企业估值由溢价回归正常/折价的过程，估值可能面临下行压力。

3、估值溢价程度影响因素：赛道空间、竞争格局、企业管理能力等。同样处于上升期的餐饮品牌，溢价程度也是各不相同。**赛道空间**意味着拥有最广大的消费受众，存量加密+异地扩张为企业提供更长久的成长动能；**竞争格局**决定稳态下市场份额的差异，成熟状态下公司体量不同带来当下估值的差异；**管理体系**是支撑现有品牌成长以及新品牌孵化的基础。综合而言，**赛道空间、竞争格局、管理能力等因素最终均会影响企业成熟期的体量，而成熟情况下利润体量越大，当下估值溢价往往越高。**

4、穿越生命周期的餐饮品牌，可长期享有估值溢价。百胜中国(主要指肯德基)自 1987 年首次进入中国市场，已度过 34 个年头、证明了自身品牌穿越生命企业周期的能力(餐企平均生命周期<2 年)。肯德基收入端仍保持稳定增长，16 年至今同店保持~5%增速，且门店下沉扩张节奏逐渐提速。**成本端控制良好**，原材料占比逐年降低，租金议价力显现，员工成本控制小幅上升。我们认为，肯德基赛道地位极其稳固，证明了长效增长的能力，而肯德基“老当益壮”的表现，帮助企业估值中枢稳定在 20-25x(部分年份达 30x)，享有稳定估值溢价(PEG>1)。

5、当下阶段 4 家餐饮龙头的核心关注点。海底捞系中式餐饮标杆龙头，未来核心关注持续高速扩张下同店翻台率的后续表现以及第二增长曲线的孵化成效；**九毛九太二酸菜鱼**处于黄金成长期，品牌确定性、爆发成长带来估值溢价，未来估值中枢需要太二高增、新品牌持续孵化形成支撑；**呷哺呷哺**估值相对较低，未来一看呷哺餐厅模型改善，二看湊湊放量，同时需要理清团队利益平衡机制；

百胜中国核心关注肯德基、必胜客同店经营情况，平台型企业优势显著，未来新品牌也许会创造新惊喜。

核心假设或逻辑

第一，餐饮属于可选消费大类，业绩成长性为餐饮行业投资重要参考标准

第二，消费者口味短期之内不会发生剧变

第三，疫情防控情况稳定，不会大面积复发

与市场预期不同之处

市场前期对餐饮企业估值体系并没有特别详细的分析报告，本篇报告通过复盘4家餐饮企业估值，研究不同阶段企业估值演变的背后的核心驱动力，进而在第三章进行统一的总结，并根据分析结论指引当下餐饮企业的投资。

股价变化的催化因素

第一，门店快速增长，同时同店经营数据保持稳定增长

第二，新孵化品牌进度超出预期

第三，数字化改革推进，品牌议价能力提升，成本端优化

核心假设或逻辑的主要风险

第一，经济波动、疫情复发等行业下行因素

第二，餐饮品牌出现严重的食品安全问题

第三，原材料出现大幅涨价

内容目录

写在前面	7
以史为鉴，连锁餐饮企业估值复盘	7
数据口径说明	7
呷哺呷哺：呷哺品牌为估值基本盘，凑凑放量提供估值新动能	7
海底捞：成长逻辑兑现估值抬升，翻台率维稳系溢价核心支撑	13
九毛九：太二酸菜鱼支撑估值高企，跨赛道孵化能力提供想象空间	18
百胜中国-S：肯德基/必胜客同店为估值锚，品牌强势带来稳定溢价	21
麦当劳：高增期享受高估值，经营稳健性会带来估值溢价	23
星巴克：高增长支撑高估值，赛道优质&品牌加持享溢价	24
餐企估值核心变量梳理	26
餐饮企业成长公式=同店增长+新店扩张+新品牌孵化（第二增长曲线）	26
同店增速：企业业绩晴雨表，估值的锚指标	27
门店增速：估值的放大器，异地扩张进展决定门店上限	29
新品孵化：必由之路，激励机制、团队间利益平衡为重中之重	32
外界因素：疫情下龙头集中度提升，供应链发展行业孕育新机遇	34
溢价/折价：溢价源于品牌确定性与爆发力，穿越周期品牌可享稳定溢价	35
当下阶段如何看待四家餐饮龙头？	37
海底捞：快速扩张后同店翻台压力渐显，关注调整效果及新品孵化	37
九毛九：把握太二酸菜鱼黄金成长期，跨赛道持续孵化或有惊喜	38
呷哺呷哺：呷哺关注新模型改善进程，利益机制理顺为中期成长关键	39
百胜中国-S：核心品牌同店、扩张为基本盘，中看公司平台资源孵化	39
投资建议	41
餐企投资需顺趋势而为之	41
把握餐饮品牌的黄金成长期	41
分析师承诺	43
风险提示	43
证券投资咨询业务的说明	43

图表目录

图 1: 呷哺呷哺上市以来股价及估值复盘情况	8
图 2: 2012-2016H1 呷哺呷哺分地区同店销售增速	9
图 3: 2011-2016H1 呷哺呷哺分地区翻座率数据	9
图 4: 2016-2018H1 呷哺呷哺分地区同店销售增速	10
图 5: 2016-2018H1 呷哺呷哺分地区翻座率数据	10
图 6: 2018-2019 呷哺呷哺分地区同店销售增速	11
图 7: 2018-2019 呷哺呷哺分地区翻座率数据	11
图 8: 2011 年以来呷哺呷哺及湊湊新开门店数据	12
图 9: 海底捞上市以来股价及估值复盘情况	13
图 10: 2016-2018H1 同店增速: 分城市等级	14
图 11: 2016-2018H1 同店翻台率: 分城市等级	14
图 12: 2016-2018H1 新开门店及总门店数	15
图 13: 2018-2019 年同店增速: 分城市等级	16
图 14: 2016-2018H1 同店翻台率: 分城市等级	16
图 15: 2020 年国内餐饮家数预计明显下降	17
图 16: 海底捞门店扩张节奏	17
图 17: 疫情后海底捞翻台率恢复情况	17
图 18: 九毛九上市以来股价及估值复盘情况	19
图 19: 2016 年以来太二酸菜鱼、九毛九西北菜翻座率数据	19
图 20: 2017-2020 年九毛九、太二同店收入增速	19
图 21: 疫情后九毛九同店销售数据恢复情况	20
图 22: 百胜中国 (YUMC.N) 上市以来股价及估值复盘情况	21
图 23: 百胜中国 (YUMC.N) 估值水平与同店增速 (整体、肯德基、必胜客)	22
图 24: 肯德基、必胜客及整体季度新增门店	22
图 25: 麦当劳 (MCD.N) 上市以来股价及估值复盘情况	23
图 26: 1999 年至今同店销售增速	24
图 27: 1993 年以来门店增速及加盟比例占比	24
图 28: 星巴克 (SBUX.O) 上市以来股价及估值复盘情况	25
图 29: 1998 年至今同店销售增速	25
图 30: 1998 年以来门店增速及加盟比例占比	25
图 31: 连锁餐饮公司估值变量影响途径图解	27
图 32: 呷哺呷哺 (2018.09-2020.01) 同店增速、利润率同步下滑, 估值下杀	29
图 33: 海底捞 (2019.02-2019.12) 展店节奏持续加快, 估值维持高位	30
图 34: 呷哺呷哺 (2018.09-2020.01) 展店节奏持续加快, 但估值水平走低	30
图 35: 餐饮上市公司各行政区划门店数占比	32
图 36: 2016H1 同店回暖+湊湊孵化带动呷哺呷哺估值上涨	33
图 37: 九毛九公司各品牌创始团队持股情况	33
图 38: 2020 年龙头餐饮开店数均创新高	34
图 39: 海底捞、呷哺呷哺 2020 年租金占比均有所优化	34
图 40: 餐饮企业估值溢价成因探讨	36
图 41: 百胜中国 2016 年以来 PE、品牌同店增速、品牌门店增速数据	37
图 42: 十八余面售价基本都在 15 元以内	38
图 43: 武汉首家奶茶店宣传广告	38
图 44: 2020 年下半年以来太二、九毛九同店恢复情况	38
图 45: 2020 年下半年以来太二、九毛九新增门店	38
图 46: 2017 年以来呷哺餐厅、湊湊收入占比	39
图 47: 湊湊收入及餐厅层面经营利润表现	39
图 48: 2017Q1 以来肯德基、必胜客同店销售增速	40
图 49: 2017Q1 以来肯德基、必胜客季度新开店数	40
图 50: 餐饮企业估值演变情景演示	41
图 51: 港股上市公司餐饮品牌所处发展阶段图	42
表 1: 海底捞孵化快餐新品牌特点	18
表 2: 海底捞各线城市单店模型测算以及情景假设	28
表 3: 各品牌餐厅数按行政区划统计 (截至 2021 年 4 月 5 日)	31

表 4: 各类餐饮供应链模式优劣势对比 35

写在前面

1、估值追寻模糊中的正确。餐饮行业归属可选消费大类，估值高低最终受公司业绩体量以及增速水平影响，本篇报告将餐饮企业成长因素拆解为同店经营、新店扩张以及新品牌孵化，同时外界因素变化（如上游供应链发展）也会带来行业的发展机遇。但其实新品牌孵化、行业β机遇对某一公司盈利端影响更多偏经验定性分析，甚至说同店经营、门店扩张对盈利模型的影响，由于同店范围在扩大、门店开业节点不同、不同城市爬坡期不同，也很难做到定量校准。因此几个估值变量对业绩增长、估值影响的影响，只能尽可能做到大方向上的正确，追求模糊中的正确。

2、估值复盘重要性凸显。企业估值复盘既是对公司历史经营数据细致化的梳理，透过数据报表体味企业不同发展阶段所面临的不同问题，也可将估值表现与经营数据结合分析，搭配查阅公开投资调研纪要，对市场投资逻辑有更为精确把握。综合考虑公司数据完整程度以及历史资料可回溯性，本报告重点分析海底捞、九毛九、呷哺呷哺、百胜中国 4 家公司，结合历史经营数据总结企业背后估值演变的投资逻辑。由于股市环境瞬息万变，且数据样本不可穷举，在有限的历史数据中总结餐饮企业投资准绳。

3、复盘历史的目的是指引当下。本报告第一、第二章节分别为估值复盘、估值影响因素梳理，旨在从历史中总结餐企投资规律。第三、四章节主要是分析当下时间节点，海底捞、九毛九、呷哺呷哺、百胜中国 4 家餐饮龙头经营近况的更新，以及市场对未来公司发展重点关注点。最终结合企业自身所处发展阶段，以及现阶段战略方向，给出餐饮公司的推荐投资顺序。

以史为鉴，连锁餐饮企业估值复盘

数据口径说明

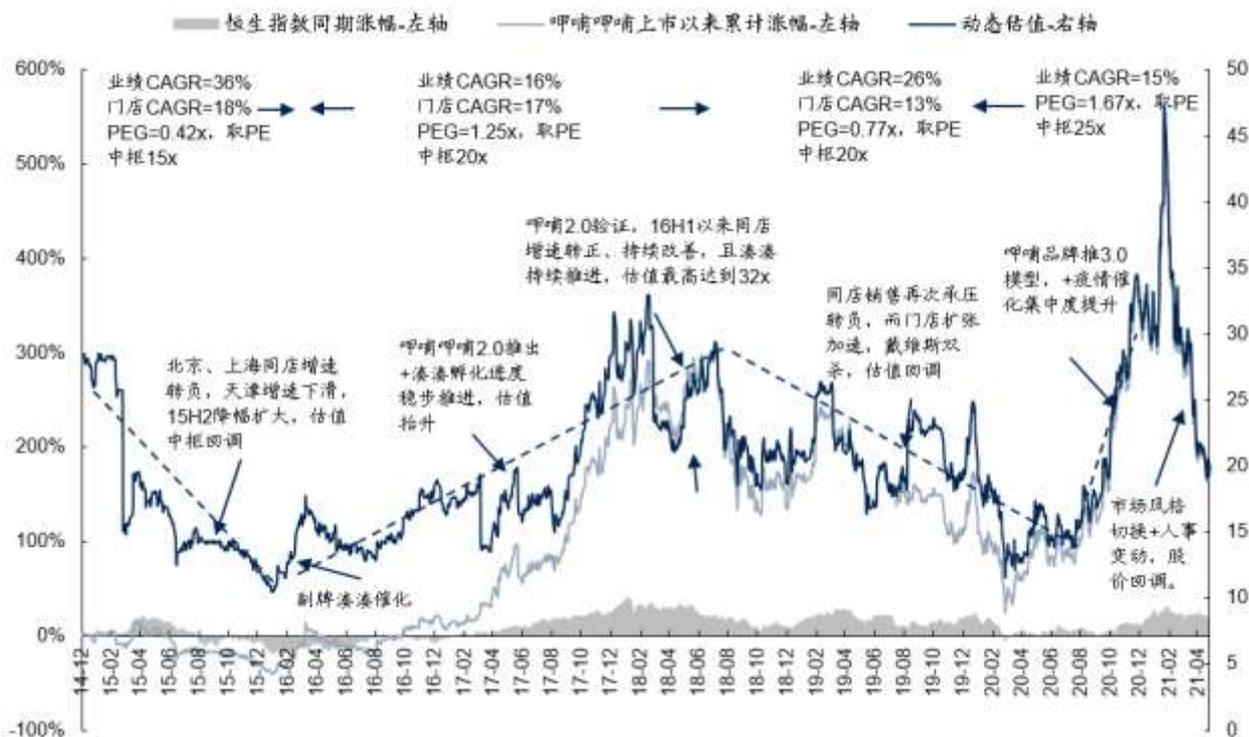
- 1、某一时点市盈率=市值/对应时点市场一致预期净利润(非当年实际净利润)。**
- 1) 口径说明：**如站在当下分析海底捞 2019 年 5 月 31 日市盈率水平，净利润采用 2019 年 5 月 31 日时市场对海底捞 2019 年一致预期净利润为分母，以更好地反应彼时海底捞的估值水平。**2) 估值切换：**年报数据正式披露后，市盈率会进行估值切换，体现在图中为断崖下跌部分（约为每年 3-4 月）。**3) 由于 2020 年业绩受疫情影响业绩失真，下文所有公司的 2020 年动态估值，均由 2020 年当期市值/2021 年预期净利润所求得。**
- 2、净利润口径：经调净利润，剔除非经扰动。**
- 1) 口径说明：**公司财报披露的净利润中会包含上市费用、一次性费用损益、会计调整（IFRS16 会计调整）等非经营性费用，本报告中净利润增速（CAGR 等）均为经调净利润，以反应实际经营效果。**2) PEG：**其中 PE 为阶段市盈率中枢水平，G 为从当期起未来 3 年业绩复合增速。
- 3、门店增速：门店增长净值，考虑关店情况。**品牌在逐渐进入成熟阶段后，关店比例往往会逐年提高，门店增长考虑了关店的情况。

呷哺呷哺：呷哺品牌为估值基本盘，湊湊放量提供估值新动能

呷哺呷哺上 2014 年末于港交所上市，由于上市时间跨度较长，公司股价以及估值经历了多轮上涨与下跌：上市之初由于同店经营压力、食品安全问题，估值相对不高（<15x），此后随着呷哺新模型推出、同店回暖以及副牌湊湊的孵化，估值迎来一波回升最高曾至 35x；此后呷哺同店承压又有回调，20 年以来疫情催化叠加自

身模型改善，估值又有回升，具体估值水平的变化及其背后原因分析如下：

图 1：呷哺呷哺上市以来股价及估值复盘情况



资料来源：公司公告，Wind 等，国信证券经济研究所整理

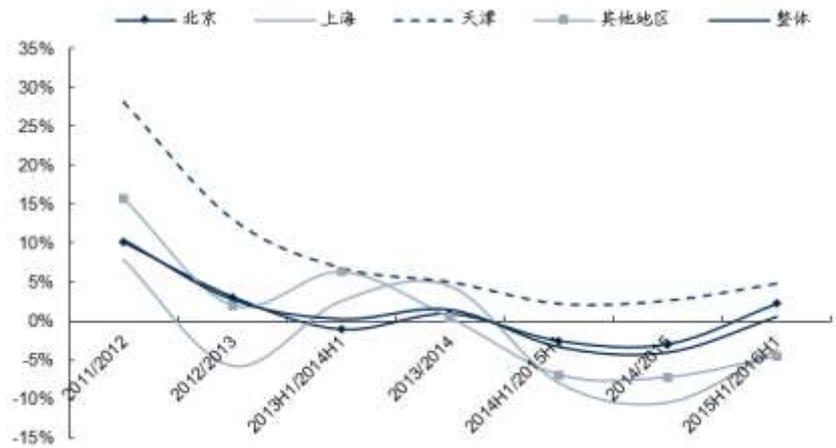
注：2020 财年动态估值以 2021 年市场一致预期净利润代替（2020 年业绩基数太低）；业绩、门店 CAGR 均为未来 3 年增速；PEG 中 PE 为阶段估值中枢，G 为业绩未来 3 年的复合增速；估值切换时点为每年年报公布后。

阶段一（2014.12-2015.12）：模型老化阶段同店增速下滑，估值中枢 15x

上市之初，大本营北京同店经营波动增大，上海等异地区域同店出现下滑，仅天津相对良好。呷哺呷哺于 2014 年 12 月度登陆港股市场，上市初期北京业务占比比较高，作为公司基本盘的北京经营有起伏，2015H1/2015 年北京地区同店销售分别下滑 2.6%、3.0%。与此同时，上海、河北、中国东北等地区同店销售数据同样出现下滑，上海地区 2015H1/2015/2016H1 同店销售分别下滑 7.9%、10.4%、3.6%，仅天津地区表现相对良好。上市之初的呷哺呷哺，门店扩张节奏整体符合预期，但此阶段呷哺呷哺各地区的同店销售增速、翻座率却呈现了不同程度的下滑，我们预计与品牌有所老化、部分区域加密后产生分流有关。

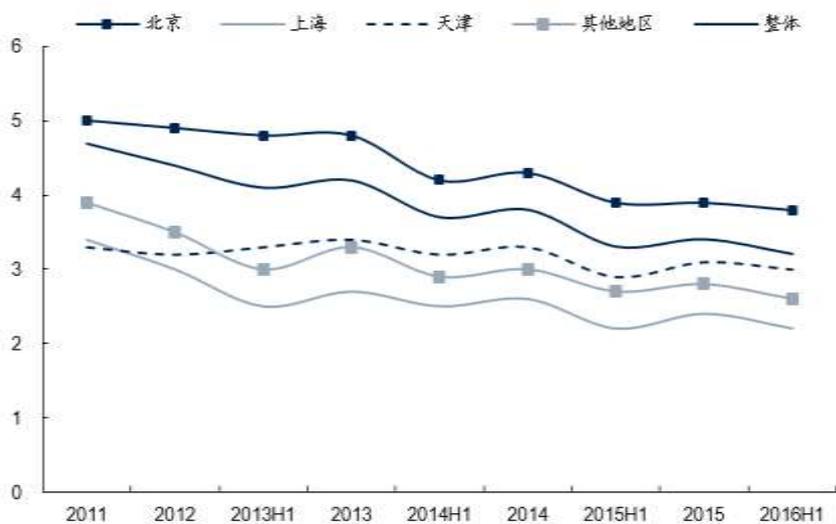
阶段动态估值中枢约 15x。作为公司基本盘的北京地区同店销售、翻座率数据的承压，在一定程度上会影响投资者对公司异地扩张的信心，同期上海等异地地区经营表现同样有压力，加之外界食品卫生事件的影响（315 鸭血），未来品牌的成长空间变得不确定，故阶段估值中枢在 15x 左右徘徊。

图 2: 2012-2016H1 呷哺呷哺分地区同店销售增速



资料来源:公司季报, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2011-2016H1 呷哺呷哺分地区翻座率数据

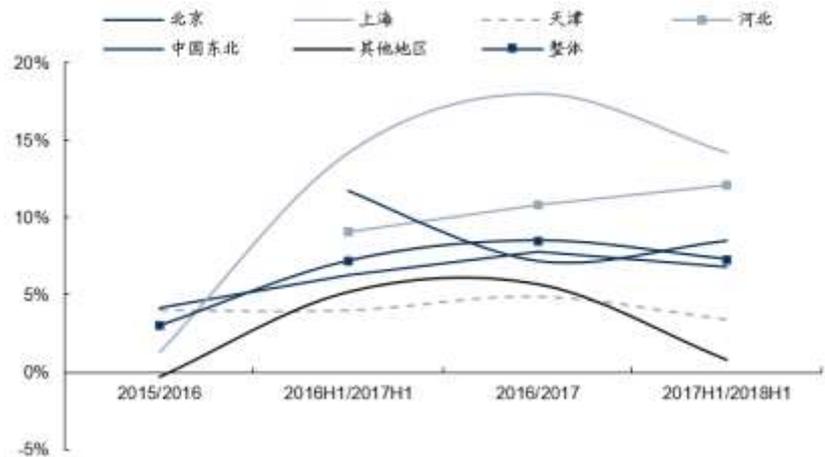


资料来源:公司季报, 国信证券经济研究所整理

阶段二 (2016.08-2018.08): 呷哺 2.0 改造、翻座回暖+孵化湊湊, 估值上行

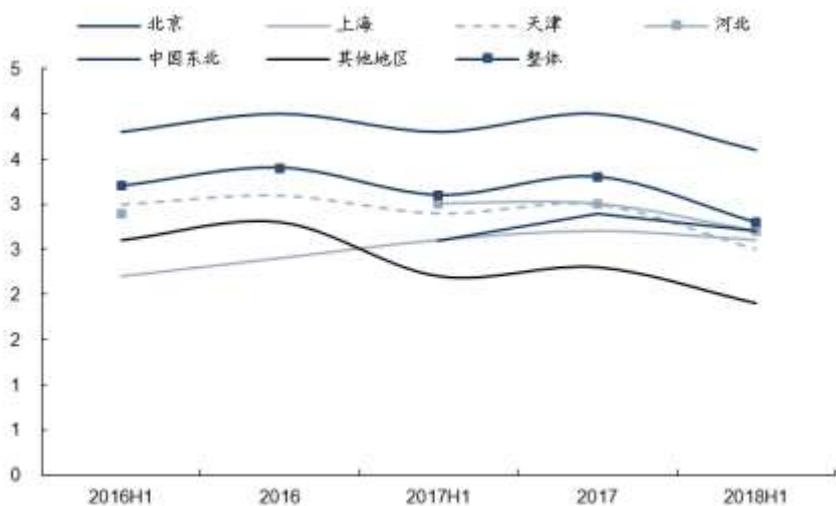
2.0 模型初见成效, 同店销售增速转正、持续改善。前文论述到, 2014.12-2015.12 期间, 呷哺呷哺餐厅在多地区同店销售额均出现不同程度的下滑, 公司管理层为应对品牌老化问题, 公司推出呷哺 2.0 模型, 对现有餐厅翻新改造、升级菜单菜品等方式更新品牌形象, 以期带动客流以及客单价的回升。同时在呷哺呷哺店面开展“呷哺小鲜”、“呷煮呷烫”外卖服务, 提升门店坪效。在呷哺 2.0 模型带动下, 各地同店经营同比回暖, 2016-2018H1 期间, 如下图所示, 北京同店销分别增 4.2%、6.3%、7.8%、6.8%, 上海、河北地区同店销售也实现了双位数增长, 天津地区同店销售增速依旧稳定。整体而言, 呷哺呷哺 2.0 模型带动下, 公司同店销售重回增长通道。

图 4: 2016-2018H1 呷哺呷哺分地区同店销售增速



资料来源:公司季报, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2016-2018H1 呷哺呷哺分地区翻座率数据



资料来源:公司季报, 国信证券经济研究所整理

跨赛道孵化“火锅+茶憩”湊湊, 探寻公司第二成长曲线。湊湊系公司于 2016 年 6 月推出的中高端“大火锅”品牌(与呷哺呷哺的单人小火锅完全区别), 加入“网红”属性, 主打台式麻辣锅, 特色是锅底中可以免费无限续的鸭血和豆腐。同时, 湊湊餐厅入口设有湊湊茶铺(由茶米茶供应, 贺光启 100%持股), 提供台式手摇鲜茶。意在通过火锅与茶歇的结合, 提升餐厅坪效。截至 2018H1, 湊湊在北上深以及江苏、湖北、陕西、浙江共计开设 28 家餐厅, 模型在全国范围内初步验证。且上市公司内部呷哺呷哺与湊湊两个品牌由不同的团队独立运营, 创业团队自主性+积极性较高, 市场对于湊湊品牌未来的发展, 同样充满了期待。

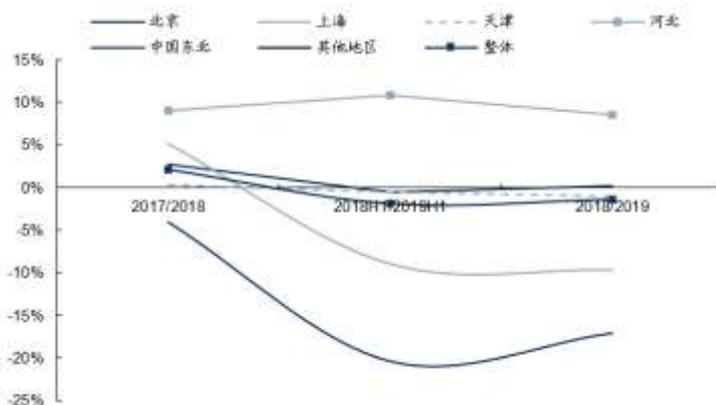
呷哺 2.0 模型初见成效+孵化湊湊新品牌, 股价触底反弹, 估值最高达 33x。本阶段的公司估值的走高, 一方面来自于同店经营数据的改善, 呷哺 2.0 模型的推进, 北京、上海、河北等地经营同比均有明显回暖, 菜单升级+外卖布局助力坪效回升; 其次, 新孵化台式火锅品牌湊湊提供想象空间。二者共同助力股价触底回升, 估值水平一度走高至 33x。

阶段三(2018.09-2020.01): 升级受阻/卫生事件, 同店转负、估值中枢回探

呷哺 2.0 升级逐渐不及预期，上海、中国东北同店显著承压，整体同店收入增速转负。自 2016 年中旬推出呷哺呷哺 2.0 模型以来，各地同店收入均显著回暖，但 2018H2 呷哺 2.0 模型升级阶段性受阻，2018 年国内经济下行压力加大，同时公司被曝出食品卫生安全问题，18 年下半年翻台率受到不小影响，从数据看 2018 年北京、上海、天津同店收入分别为 2.7%、5.2%、0.3%，环比 2018H1 的 6.8%、14.2%、3.4% 出现较为明显的下滑，中国东北同店更是由正转负 -4.1%（2018H1 为 8.5%）。2019 年后，北京、上海、天津、中国东北地区同店收入进一步下滑，仅河北地区同店表现相对强韧。受各地区的经营起伏，公司整体同店收入 2018/2019H1/2019 年分别为 2.1%、-1.9%、-1.4%（2018H1 为 2.1%），同店收入的转负下行，使市场投资者对呷哺呷哺餐厅的长期发展再生疑问。

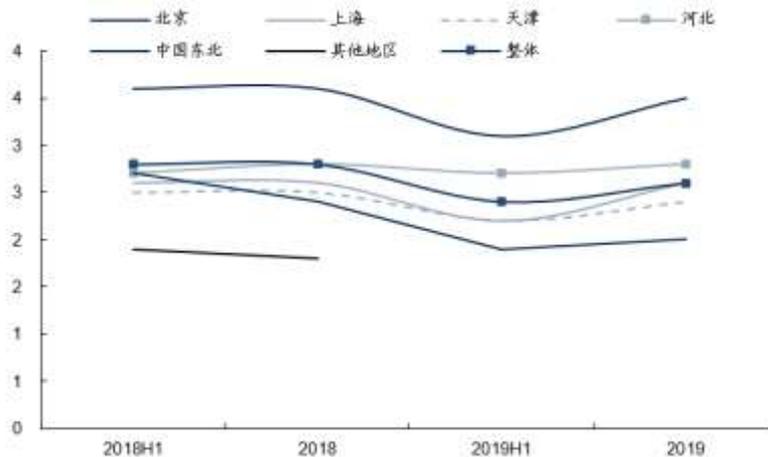
与此同时，呷哺呷哺门店扩张边际呈现加速趋势，2018、2019 年分别新开 168、189 家呷哺呷哺餐厅，较 2014-2017 年（86、113、112、136 家）同比大幅提速，同时新店面积普遍偏大也拖累翻台。在同店收入有所下滑的阶段，门店快速的扩张，带来了员工薪酬成本、租金折旧摊销成本占比的提升，2018-2019 年员工成本分别为 24.7%、25.6%，同期租金、折旧摊销占比分别为 16.9%、18.1%。成本端占比的提升，也直接压制了整体利润率端的表现，2018-2019 年经调净利率分别为 10.0%、6.6%。

图 6：2018-2019 呷哺呷哺分地区同店销售增速



资料来源:公司季报，国信证券经济研究所整理

图 7：2018-2019 呷哺呷哺分地区翻座率数据



资料来源:公司季报，国信证券经济研究所整理

戴维斯双杀，估值中枢回调至 20x。综合而言，本阶段呷哺呷哺品牌同店收入增速逐季下滑，而与此同时门店数却保持逆势高增态势，带来了员工薪酬、门店折旧摊销的高速增长，**市场投资者关心呷哺呷哺未来会不会陷入“增收不增利”的境地；**而公司副牌湊湊虽整体保持良性扩张态势（2018、2019 年分别新增 27、54 家店，无关店记录），但较之呷哺呷哺体量尚小，故公司阶段股价持续回调，估值中枢也回探至 20x 左右。

阶段四（2020.01-至今）：疫情以来先跌后涨，呷哺 3.0+湊湊扩张打造自身 α

疫情后经营环比回暖，呷哺呷哺推出 3.0 模型，湊湊 Q3 同店基本转正。3 月中下旬以来，公司整体经营基本进入复苏通道中，根据持续跟踪数据，Q3 以来湊湊同比增速已经转正（基数低），而呷哺呷哺整体处复苏过程中，但 11 月有所分化，湖北、河北、浙江、江苏转正、北京降幅收窄，但部分地区如天津、山东受疫情反复有影响。呷哺呷哺疫情推出 3.0 模型（Light-pot），门店翻新、精简菜单套餐回归，同时新增小吃、夜间小酒吧。以悠唐店为代表的呷哺呷哺 3.0 门店（20 年 10 月推出），初期门店翻座率改善良好，伴随着 3.0 模型 light-pot 的跑通，未来新开的呷哺呷哺餐厅将采用最新的 light-pot 模型，原有老店也会根据经营表现、物业租期等进行有序改造，预计 2021 年将改造 60-80 家。

呷哺呷哺展店回归谨慎，湊湊稳健扩张。呷哺呷哺扩张方面，2020 年报显示，呷哺呷哺新开门店 91 家，关店约 70 家，预计 2021 年新开店数量约 100 家，较前期开店节奏回归谨慎，从追求数量向追求质量过渡。湊湊已完成全国的初步布点，验证了当地市场的接受度，预计将进入门店的放量期，2020 年新开业餐厅 38 家，较 2019 年 54 家节奏有所放缓，预计受疫情影响较大，公司公开交流提到预计 2021 年新增门店 70 家+，湊湊预计将进入门店放量期，伴随着湊湊门店增速以及盈利能力改善，公司第二成长曲线将逐渐构筑。

图 8：2011 年以来呷哺呷哺及湊湊新开门店数据



资料来源:窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

疫情催化+呷哺翻座率改善预期，估值上行。2019H2 翻座率其实已经呈现改善趋势，但 2020 年 1 月下旬-3 月疫情影响，公司国内门店阶段停业直接承压，股价也回调 40%+。此后国内疫情稳定、公司业务进入复苏通道，叠加疫后龙头集中逻辑、翻座率改善预期（light-pot 模型）等，**2020.8-2021.2 股价累计上涨 150%+，估值最高曾达到 30x+，**此后随着市场风格切换又有回落。

人事变动+市场风格转变，2 月以来股价/估值持续回调。一方面，进入 2021 年后，国内疫情整体形势基本稳固，市场投资者更多聚焦于 Q1 以及全年公司业

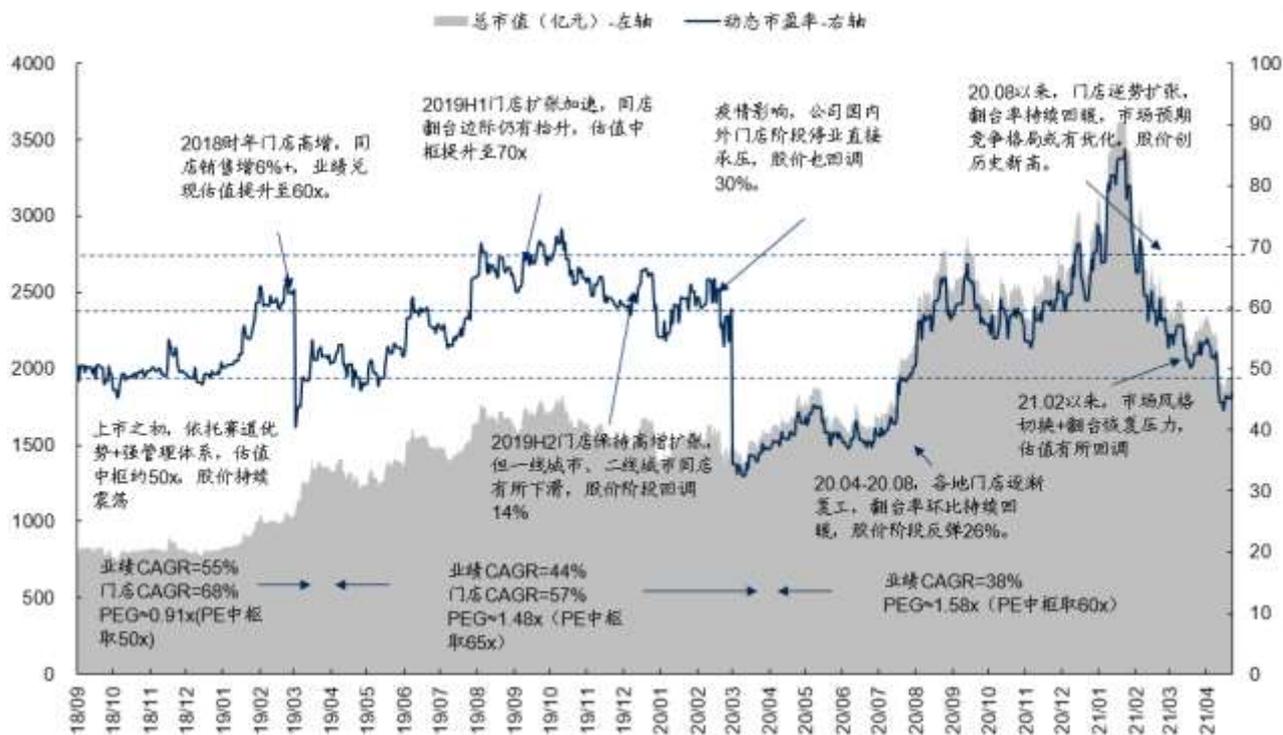
绩的确定性，而彼时北方仍有小范围疫情散发，且呷哺本身北方区域业务占比高，故短期业绩受到疫情复发影响相对较大，股价上也有所回调。另一方面，公司新孵化品牌湊湊 CEO 张振伟离职，市场投资者对公司第二成长曲线湊湊品牌未来发展产生一定的担忧。上述因素综合叠加，公司股价自 2 月中旬以来出现较大的回撤，估值最多回探至 20x。

估值总结：与海底捞、九毛九稳态估值 50x+（高增期估值一度达到 70x+）相比，呷哺呷哺估值最高达到 30x，有所逊色。我们认为原因有二，一方面为品牌发展阶段不同，上市之初呷哺品牌略显老化、同店增速下滑，与海底捞、太二酸菜鱼的高翻座、高翻台发展阶段明显不同；第二点，呷哺呷哺在积极改进呷哺餐厅模型的同时，内部孵化湊湊品牌构筑第二成长曲线，但未来集团在两个品牌之间的权衡取舍，政策、资源支持的倾斜，都非常考验集团层面的管理智慧。此外随着湊湊人事变化，如何在改善呷哺模型的同时，保证湊湊的经营步伐不放缓，是公司未来估值能否回升的关键！

海底捞：成长逻辑兑现估值抬升，翻台率维稳系溢价核心支撑

海底捞 2018 年 9 月于港股上市，上市之初，依托火锅赛道优势（大市场、易复制连锁）+自身火锅赛道龙头地位（格局优良、阿米巴管理模式下的经营治理良好质地突出），上市时动态估值即 50x 左右；后续随着经营数据持续靓丽、业绩的兑现，估值中枢持续抬升；此后因一二线城市同店表现放缓、疫情停业影响，估值略有回调；但疫情稳定之后门店又快速扩张，再次带动估值中枢回升；2021 年 2 月以来随着同店翻台率持续不振，股价大幅回落。公司各阶段估值水平变化具体分析如下：

图 9：海底捞上市以来股价及估值复盘情况



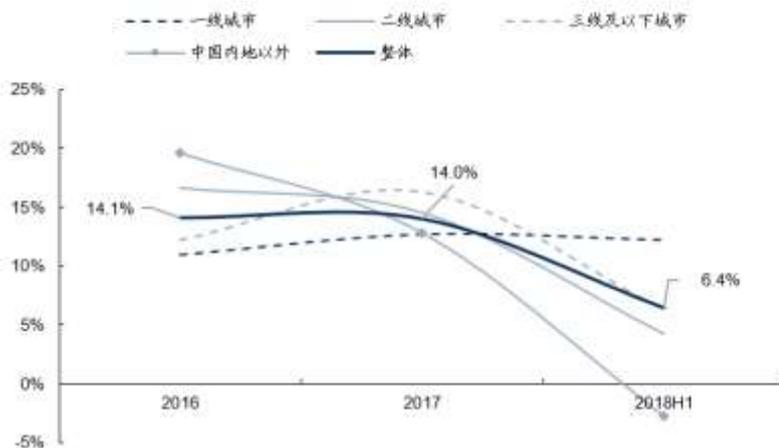
资料来源：公司公告，Wind 等，国信证券经济研究所整理
注：2018 年市盈率由 2018 年实际净利润计算所得；2020 财年动态估值以 2021 年市场一致预期净利润代替；业绩、门店 CAGR 均为未来 3 年增速；PEG 中 PE 为阶段估值中枢，G 为业绩未来 3 年的复合增速；估值切换时点为每年年报公布后。

阶段一（2018.09-2019.01）：龙头地位奠定上市初估值约 50x，高速扩张待验证

招股书显示上市前同店翻台高位运行，同店增速靓丽。海底捞招股书显示，海底捞

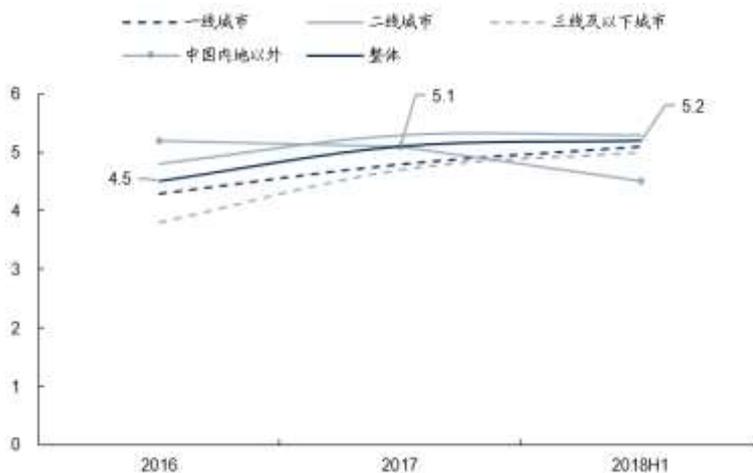
系国内火锅优质赛道的绝对龙头，且上市前3年数据靓丽：一是2016-2018H1 同店翻台率分别达到 4.5/5.1/5.2 次，系餐饮行业极高水平；二是这一时期一二三线城市翻台率均呈现上升趋势，其同店收入也增长出色，2016-2018H1 同比增速分别为 14.1%/14.0%/6.4%；三是高速扩张+同店优异表现下，公司大陆各线城市均保持高速增长，一线城市尤为亮眼保持期内均双位数增长(10.9%/12.7%/12.2%)。综合来看，虽然海底捞在上市前已经经历了 20 多年的发展，但从上市前 3 年的同店增速来看，海底捞的品牌势能仍处于不断巩固并强势释放阶段。

图 10: 2016-2018H1 同店增速: 分城市等级



资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2016-2018H1 同店翻台率: 分城市等级



资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

2017 年后餐厅扩张节奏明显加速。经过 20 多年的扩张，2016 年海底捞已开 176 家门店，全国性布局初具规模，管理机制、人员储备处于厚积薄发阶段，2017 年进入门店快速扩张期，2017、2018H1 分别新增餐厅 98、71 家，期内餐厅总数分别达 273、341 家，开店成功率极高，分城市来看，1-3 线城市均保持快速增长态势，现存城市加密+下沉渗透扩张同步进行中。

图 12: 2016-2018H1 新开门店及总门店数



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

火锅龙头+强管理优势奠定上市起步估值 50x, 但后续能否持续高速扩张下维持高翻台率仍待验证。 依托火锅赛道绝对龙头地位+火锅赛道优势 (标准化程度高、空间大、食材包容度高)+强管理体系 (阿米巴管理、计件工资制、店长工资设计), 海底捞上市即享受到 50x 左右估值水平, 但如果结合当时市场净利润一致预期测算, 海底捞阶段 PEG 约 0.91 倍略有折价, 即部分市场投资者对海底捞开店加速后同店表现能否维稳仍存些许疑虑, 公司持续高成长能力仍处于验证期。

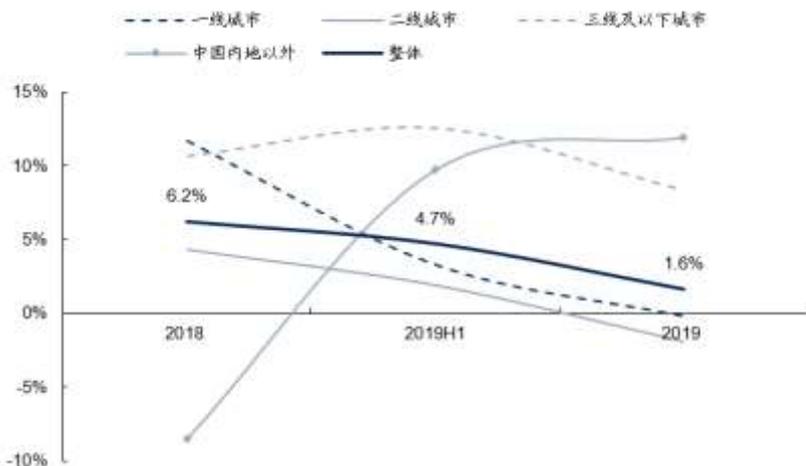
阶段二 (2019.02-2019.12): 高速扩张下维持高翻台率, 公司迎戴维斯双击

海底捞 2019 年 3 月 26 日公布 2018 财年年报: 2018 年经营业绩表现靓丽, 持续高增长能力进一步验证, 极大程度上打消了投资者疑虑。一方面, 餐厅数同比大幅提速, 2018 年新开业 200 家 (关店 7 家), 进一步展现出极强的门店扩张力; 另一方面, 在门店快速扩张同期, 同店销售保持高速增长 (2018 年+6.2%), 2018 年客单价整体同比增 3.5%, 同店翻台率预计略有提升。综合而言, 海底捞 2018 年财报进一步验证其持续高增长能力, 而经营业绩的兑现进一步强化了投资者的信心, 估值水平也水涨船高 (2018 财年公司估值水平已提升至 60x 左右)。

2019 年 8 月 20 日公司公告 2019 财年中报。2019 财年上半年餐厅合计新开 130 家餐厅 (关店 3 家), 餐厅数较 2018 年底增长 27.9%, 扩张节奏环比继续提速; 门店快速扩张的同时, 同店翻台率依旧保持增长趋势 (5.0 至 5.2 次), 各线城市门店同店翻台边际仍呈现上升趋势。

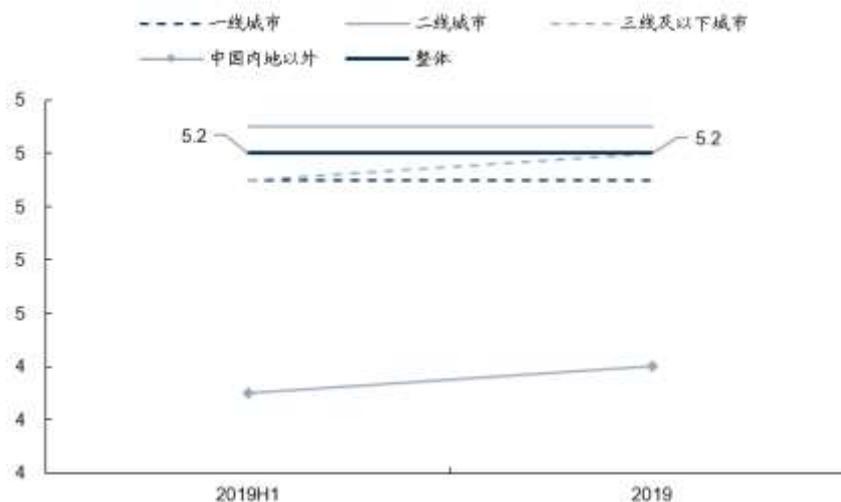
两份财报验证了公司的成长预期, PEG 升至 1.7x, 估值溢价凸显。这一时期, 海底捞在门店加速扩张的同时, 其整体同店增速仍保持稳定增长, 门店加速扩张并未对同店产生显著分流, 显示门店天花板尚未达到。此阶段海底捞估值水平最高曾到达 70x, 估值溢价明显。虽然 2019 年下半年公司 1-2 线同店增速略有下滑, 估值有所回调, 但本身受多因素影响, 且仍然处于高位, 故此后又较快反弹。

图 13: 2018-2019 年同店增速: 分城市等级



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2016-2018H1 同店翻台率: 分城市等级

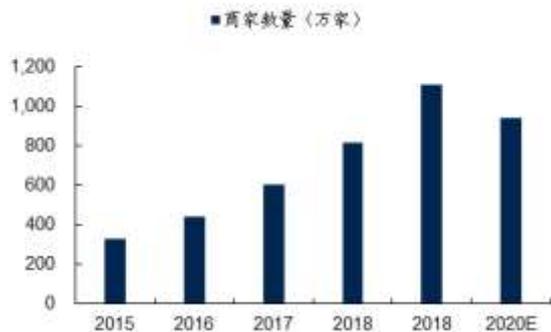


资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

阶段三 (2020.01-2021.1): 疫情加速行业出清, 海底捞逆势扩张, 龙头愈发明显

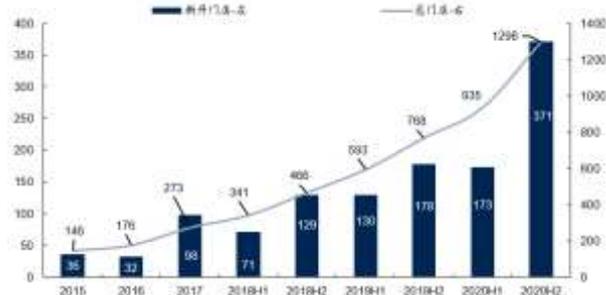
疫情下餐饮业加速洗牌, 海底捞逆势扩张。疫情下国内餐饮直接承压, 参考企查查数据, 2020 年 1-2 月, 国内餐饮业注销企业达到 1.3 万家。据 2020 年 5 月艾媒咨询报告, 受到新冠疫情冲击, 2020 年餐饮商家预计从 1107.5 万家降至 941.4 万家 (此前 2015-2019 年一直呈现上升趋势)。总体来看, 疫情下餐饮企业承压明显, 现金流压力以及租金、人工等刚性支出导致中小餐饮洗牌明显。而海底捞上市以来即保持高速扩张趋势, 季度披露数据显示 2018H1-2020H1 每半年净增门店数分别为 68、125、127、175、167 家, 而 2020H2 海底捞净增门店进一步达到 368 家, 较 19 年同期展店规模翻倍, 主要系疫情下龙头在物业获取、资本支持方面优势进一步凸显, 从而有助于其加速扩张。

图 15: 2020 年国内餐饮家数预计明显下降



资料来源: 中国饭店协会, 艾媒数据、国信证券经济研究所整理

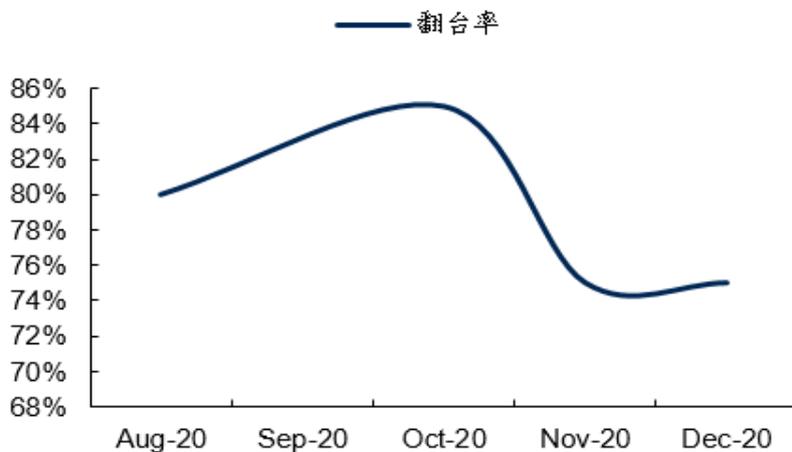
图 16: 海底捞门店扩张节奏



资料来源: 公司公告, 窄门餐眼、国信证券经济研究所整理

火锅赛道的强大黏性, 公司疫情后经营逐月回暖。根据公司相关公开电话会议交流介绍, 5 月起海底捞门店恢复营业, 8 月翻台率预计恢复至接近 8 成 (翻台率 4.0 次左右, 去年同期为 5.1 次), 主要受到疫情下政策影响, 限制营业时间、就餐间隔、每桌人数等影响, 此后政策逐渐有所放松, 10 月翻台率恢复同期 80-90% (十一黄金周假期推动)。但其后受部分地区疫情散点复发、阶段开店加速影响, 翻台率回落至往年同期 70-80%。火锅业态的社交属性+重油重辣成瘾属性加持下, 疫情后的海底捞展现出优于行业平均水平的恢复能力, 整体已恢复至 19 年同期 (无疫情影响) 的 8 成左右。

图 17: 疫情后海底捞翻台率恢复情况



资料来源: 财报公开电话会议交流数据, 国信证券经济研究所整理

存量门店逐步恢复+疫情下逆势扩张, 海底捞加速集中下估值回升。2020 年 6 月以来海底捞进入复苏期, 各线城市门店陆续复工, 股价阶段反弹 26%。9 月后公司门店进入集中加速期, 根据窄门餐眼数据, 9-12 月分别新增门店 60、63、70、48 家 (2-6 月分别新增 4、28、37、15、25 家), 环比大幅提速, 公司依托自身资金优势、品牌力强议价能力, 在疫情行业停摆期间逆势扩张, 我们认为, 疫后龙头的加速扩张有望推动行业格局向头部靠拢集中。以 2021 年市场一致预期净利润为基准, 6-8 月公司估值中枢约 40x, 整体处抬升阶段, 9 月以来海底捞进入密切展店期, 与此同时同店经营数据 (翻台率等) 持续回暖, 加之阶段市场风格影响, 公司估值中枢回升至 60x, 12 月阶段最高曾达 70x。

阶段四（2021.2-至今）：翻台率低致股价下挫，未来关注自身调整及新品孵化

翻台率持续不振，2月下旬以来公司股价大幅下挫。截至5月18日，海底捞股价最高由高点回调近49%，公司股价与估值的回调，一方面与市场风格有关，估值较高的龙头白马股股价纷纷回撤，另一方面2021年以来，高频跟踪数据显示海底捞的翻台率尚未恢复至19年同期水平，部分市场投资会对快速展店后的海底捞成熟门店会不会产生分流产生疑虑，因为同店翻台率的下滑既影响现存门店的经营利润率水平，同时也影响未来公司门店的潜在开店空间。疫情下门店快速的扩张，对海底捞公司自上而下的管理能力提出更高的要求，目前公司正在积极调整，重点提升顾客用餐体验，翻台率回暖是公司未来估值重新回归高位的核心指标！

就目前阶段，一方面要关注海底捞Q2以来的同店翻台率趋势，这是行情能否企稳的关键。更长远角度，则需要关注公司后续跨界孵化节奏，若第二增长曲线验证则有望带来业绩和估值弹性。根据我们前期外发的海底捞深度报告《中餐赛道标杆龙头，未来成长边界几何？》中对公司国内门店中期展店空间进行过多维度测算，我们预计公司门店规模未来有望达到2500-3000家。2020年底，公司门店规模已经达到1298家，其中中国境内1205家。根据公司年报电话会议交流，公司2020年新签约807家店，其中2020年已经开业332家，如果假设2021年开店500-600家，2021年底门店有望达到1800-1900家，未来孵化第二增长曲线的迫切性也逐步凸显。2020年以来，依托强大的供应链基础，持续孵化了十八余、佰麸私房面、捞派有面儿、新秦派面馆、饭饭林、秦小贤、乔乔的粉、孟小将、骆大嫂等9个全新的快餐品牌，以布局储备新成长，但目前上述品牌仍处于摸索期。考虑公司强管理体系基础+内部赛马PK机制下，若海底捞未来能够成功孵化2-3个新品牌，第二成长曲线的接续将打开未来成长空间，估值水平则有望再次提供向上弹性。

表1：海底捞孵化快餐新品牌特点

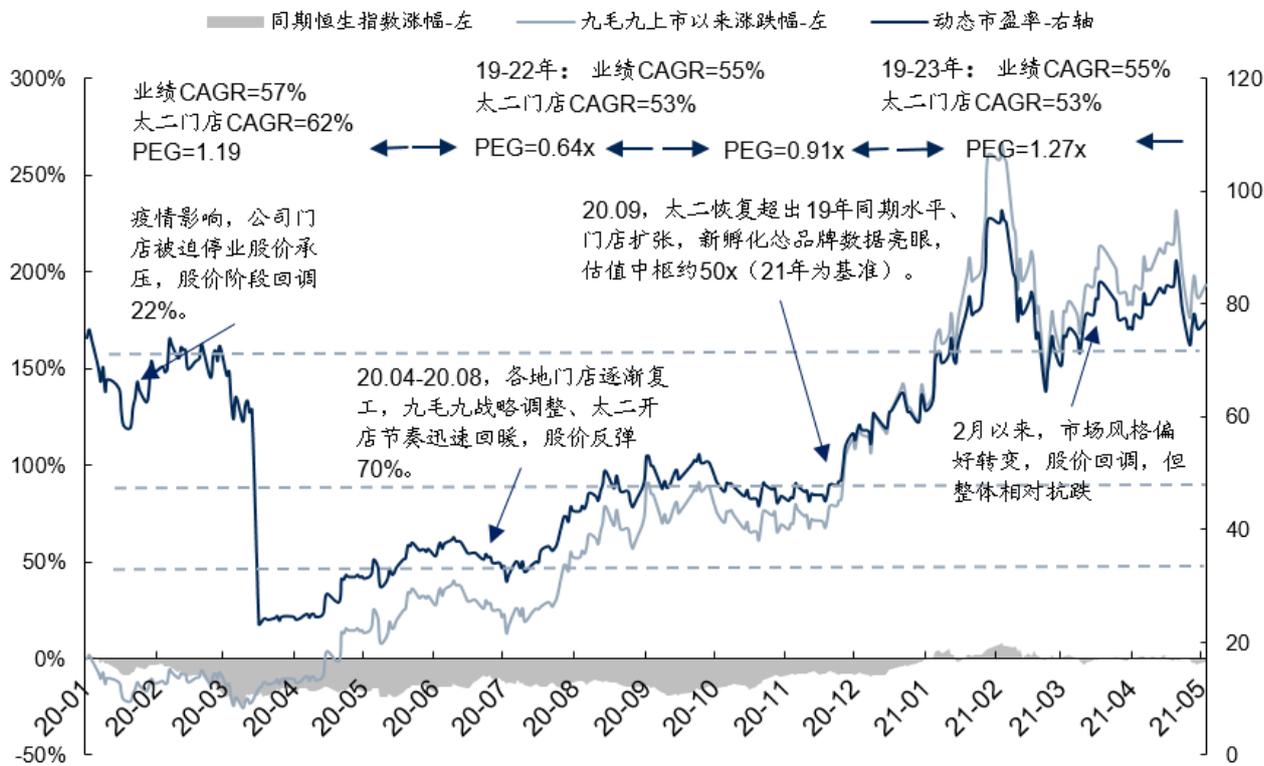
品牌名	核心产品	主要产品组合	目前展店地点，特点	客单价
十八余	面	“面+甜品+茶饮+早餐”。	北京	24元左右
佰麸私房面	面	面+小吃等，17款SKU	郑州	10元
捞派有面儿	面	SKU共有12款	成都，200平内设62个餐位	10元左右，凉面仅2.99元，1分钟可出餐
新秦派面馆	面		西安	四合一12元，牛肉面10元，其他口味在6-7元
饭饭林	盖饭	盖饭+小食+汤品	北京	19元
秦小贤	米线	米线、夹馍、小食及甜品 饮料等	北京	19元
乔乔的粉	土豆粉	粉+小吃等	郑州	土豆粉8.9-12.9元
孟小将	米线	米线+小吃等	郑州	人均10元，鸡汤麻辣米线及番茄米线8.9元
骆大嫂	水饺	各色水饺+小吃等	郑州	人均约10元，猪肉大葱水饺10.9元/份，素馅9.9元/份，小吃2-5元

资料来源：大众点评网，搜狐、新浪等报道，中国财经等报道，国信证券经济研究所整理

九毛九：太二酸菜鱼支撑估值高企，跨赛道孵化能力提供想象空间

九毛九于2020年1月15日港交所挂牌上市。依托太二品牌靓丽的翻座、门店增长数据，上市之初估值中枢约70x左右（2019年净利润为基数）；其后国内爆发疫情，阶段股价有所回调；4月以来门店复产复工，搭配公司经营战略的调整，以及太二品牌经营数据、扩张速度的迅速回暖，股价不断走高，20年下半年估值水平约50x；其后怂火锅品牌初期数据靓丽、加之市场风格偏好综合导致，20年底以来估值水平进一步抬升，中枢约70x（其中2020年业绩受疫情影响失真）。下图2020年动态估值以21年的净利润一致预期为基础，分析估值的变化：

图 18: 九毛九上市以来股价及估值复盘情况

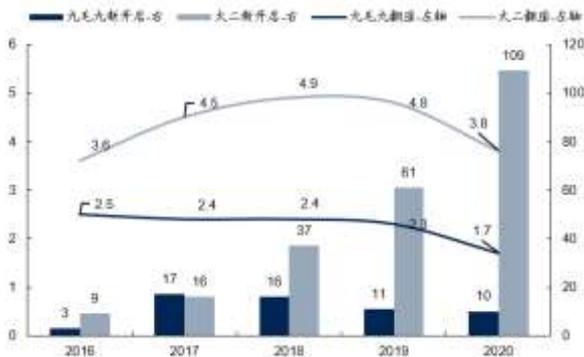


资料来源:公司公告, Wind 等, 国信证券经济研究所整理

注: 2020 年 3 月 27 日前市盈率由 2019 年实际净利润计算所得; 2020 财年动态估值以 2021 年市场一致预期净利润代替, 因为 2020 年净利润基数较低; 业绩、门店 CAGR 均为未来 3 年增速; PEG 中 PE 为阶段估值中枢, G 为业绩未来 3 年的复合增速; 估值切换时点为每年年报公布后。

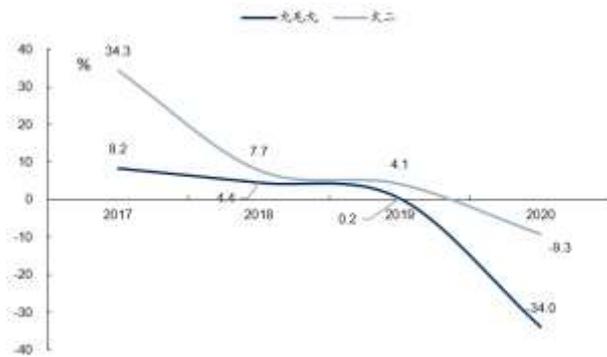
历史数据优秀的太二酸菜鱼是高估值的核心支撑。太二酸菜鱼为 2015 年九毛九集团孵化的新品牌，2016-2020 年太二门店数分别为 13、28、65、126、233 家，呈现每年翻倍成长态势。且门店高增的同时，翻座率处高位分别为 3.6/4.5/4.9/4.8/3.8，2017-2020 年同店增速分别为 34.3%、7.7%、4.1%、-9.3%。门店快速增长的同时，同店收入保持增长意味着太二酸菜鱼需求尚未被满足，开店上限还未达到。基于太二酸菜鱼潜在的巨大的成长预期，市场给与当期太二酸菜鱼相应的估值溢价，也即太二品牌快速扩张下稳定的同店表现是公司高估值中枢的核心支撑（上市之初的 19 年 50x、20.08-20.12 期间 21 年估值中枢约 50x）。

图 19: 2016 年以来太二酸菜鱼、九毛九西北菜翻座率数据



资料来源: 招股说明书, 公司季报, 国信证券经济研究所整理

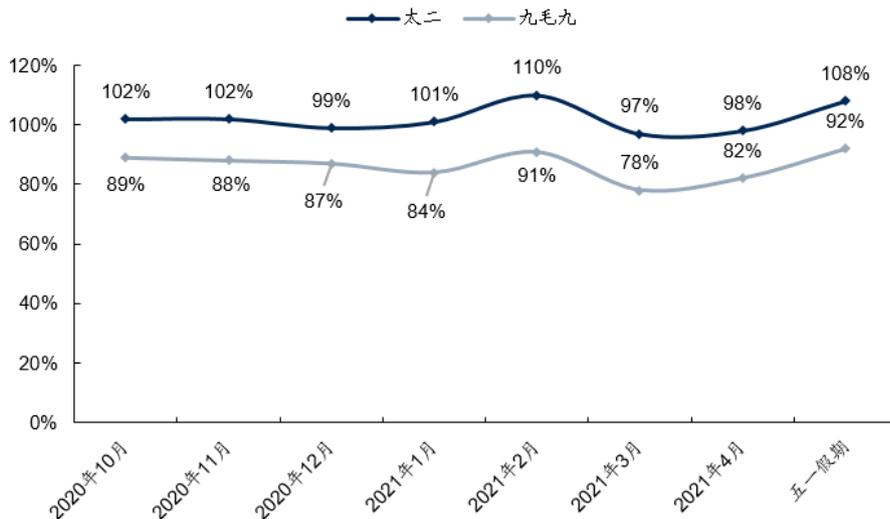
图 20: 2017-2020 年九毛九、太二同店收入增速



资料来源: 招股说明书, 公司季报, 国信证券经济研究所整理

疫情下的太二酸菜鱼再次证明了自身强大恢复能力。根据国信社服跟踪的太二酸菜鱼高频经营数据，2020年9月、10月太二餐厅同店收入已经恢复甚至超出2019年同期水平，同期海底捞恢复至往期8-9成左右。我们认为太二强恢复能力主要基于以下2点原因，一方面门店主打4人以下就餐场景，相比于多人聚餐的火锅社交用餐场景，消费者相对更容易接受太二的就餐场景；其次，太二品牌营销团队疫情期间仍多方位与目标客群积极互动，保持品牌热度，疫情后门店的客流恢复速度也相对更快。

图 21：疫情后九毛九同店销售数据恢复情况



资料来源:公开电话会议交流数据, 国信证券经济研究所整理

注: 2021年数据比较基准为仍为2019年同期水平; 其中太二、九毛九同店销售都包含外卖数据

太二初步证明跨赛道孵化力，平台型企业属性逐渐显现。九毛九采用创始团队持股的模式（太二 15%/煎饼 20%/那未大叔 20%，九毛九、怂火锅股权激励也在推进），充分调动品牌团队积极性。此外，公司内部采用赛马机制，各品牌团队独立决策、相互学习借鉴，给与创始团队极高的经营自主性。九毛九餐饮通过孵化太二酸菜鱼初步证明了自身跨赛道孵化能力，故市场对于公司新品牌怂火锅/烤鱼品牌同样充满期待。目前怂火锅品牌已在广州、海南开出两家门店，根据嗨牛财经报导，广州门店开业四个月后，单店业绩突破了200万营业额，预计翻台率4.5次+，海南（12月开业）翻台率预计同样优秀，根据美团显示，怂火锅第三家店已经在深圳京基百纳筹备装修中。短期看怂火锅模型仍有待打磨（观察进驻购物商圈后的表现），但若未来怂火锅品牌能够顺利铺开，公司的成长动能将得到接续，公司估值水平也有望维持高位！

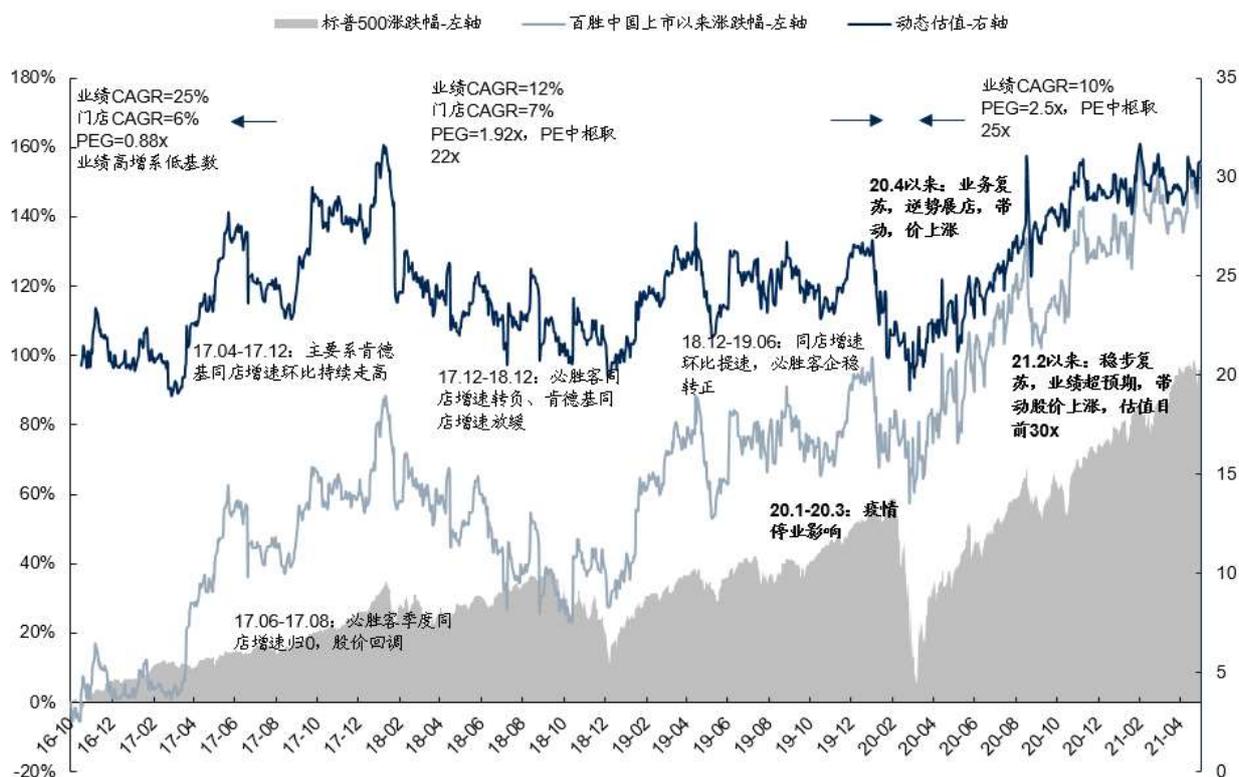
太二正处高增期+平台型企业预期支撑估值中枢居高位（PEG>1x）。2016年以来的历史门店运营数据（翻座率、门店增速），以及疫情下太二快速的复苏能力，是市场投资者愿意给与九毛九公司高估值的最核心原因。其次，太二品牌的成功孵化，市场看好公司未来持续跨赛道孵化怂火锅等新品牌的能力，愿意给予公司适当的平台型企业溢价。自行业横向对比来看，2021年2月以来九毛九为几家餐饮行业上市公司中股价相对最抗跌的标的，我们认为太二靓丽的经营数据是这波行情演绎的最核心变量。未来公司是否能够持续享受估值溢价，需要密切跟踪太二的门店开拓节奏及新品牌孵化的实际效果。

百胜中国-S: 肯德基/必胜客同为估值锚，品牌强势带来稳定溢价

百胜中国于2020年9月赴港二次上市，截至香港上市前，公司已经有4年+纽交所交易历史，且公司香港上市后，两个市场走势基本趋同，故本章节结合公司在纽交所股价走势以及旗下品牌同店经营数据以及展店速度，对公司过去4年估值情况进行了系统的复盘，以便指引当下投资：

复盘历史，百胜中国-S 估值中枢约 25x。纵观百胜中国分拆上市以来的估值水平，公司市盈率估值基本在 19-32x 间波动，中枢约为 25x。横向对比与海底捞、九毛九、呷哺呷哺三家餐饮上市公司，估值绝对水平差异较大。海底捞上市以来估值基本在 50x 以上，疫情后的九毛九估值基本在 40x+，而呷哺呷哺估值波动较大，17.12-18.06 阶段估值曾达 35x，但多数年份经营波动较大，故中枢在 15-20x 左右。**海底捞、九毛九（太二酸菜鱼）正处于势能强势、高速增长期，成长确定性较高，故当期享有较高估值溢价，与上述二者不同，百胜中国所处发展阶段不同，旗下主力品牌肯德基、必胜客已经度过高速增长期，但两个品牌尤其肯德基在细分赛道品牌力极强，依托低线城市的持续下沉每年依旧可以实现稳健的增长（同店增长），凭借主力品牌的稳健经营支撑，百胜中国整体估值中枢仍可稳定在 25x 左右。**

图 22: 百胜中国 (YUMC.N) 上市以来股价及估值复盘情况



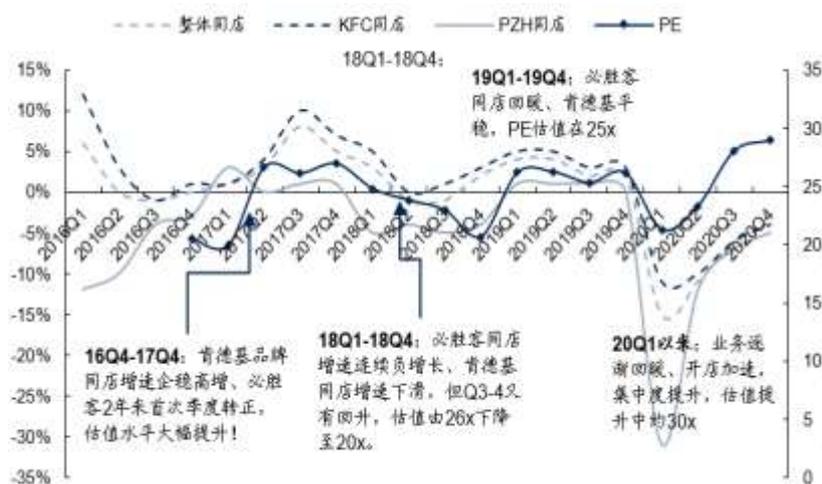
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注: 16 年底之前业绩 CAGR 高系 14-16 年的食品安全事件影响; 疫情下业绩受影响较大, 故 2020 年动态估值以 2021 年市场一致预期计算所得; 业绩、门店 CAGR 均为未来 3 年增速; PEG 中 PE 为阶段估值中枢, G 为业绩未来 3 年的复合增速; 估值切换时点为每年年报公布后。

核心品牌肯德基、必胜客同店表现系估值核心驱动。如下图所示，百胜中国估值变化与肯德基、必胜客同店经营情况高度拟合，**2016Q4-2017Q4 与 2019Q1-Q4 是公司估值提升两大阶段。**如 2017Q1 公司披露季度数据，两年来必胜客同店销售增速首次转正，同期肯德基同店增速同样上扬，核心品牌经营向好、股价上行，公司估值由 20x 左右提升至约 27x；而 2019Q1 以来，必胜客同店增速转正，同期肯德基同店稳健，估值水平由 21x 提升至 27x 左右。**2018 全年在 2017 全年高基数背景下，两大品牌增速均有所放缓，其中肯德基维持低个位数增长、必胜客同店增速**

转负，导致公司估值又有回调（27x-20x）。

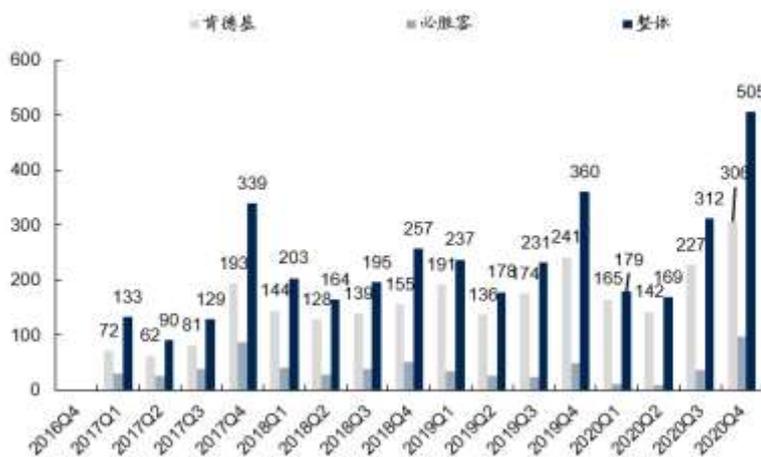
图 23: 百胜中国 (YUMC.N) 估值水平与同店增速 (整体、肯德基、必胜客)



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

肯德基下沉扩张, 必胜客模型调整系业绩增长关键。肯德基品牌自进入中国市场已经有 34 年, 门店体量较大, 近年来公司持续加大对低线城市的渗透, 过去几年肯德基新增门店中逾 5 成门店位于 3-6 线城市, 依托品牌在低线城市的渗透扩张以及现有城市的加密, 肯德基整体开店速度呈现边际加快的趋势, 2017-2019 年新增门店分别为 408、566、742、840 家。而必胜客过去几年经营起伏较大, 公司内部积极推行必胜客品牌复兴计划, 因此在开店速度方面节奏有所放缓, 管理层投入更多精力在模型调整打磨上, 2017-2020 年分别新增门店 180、157、132、152 家。

图 24: 肯德基、必胜客及整体季度新增门店



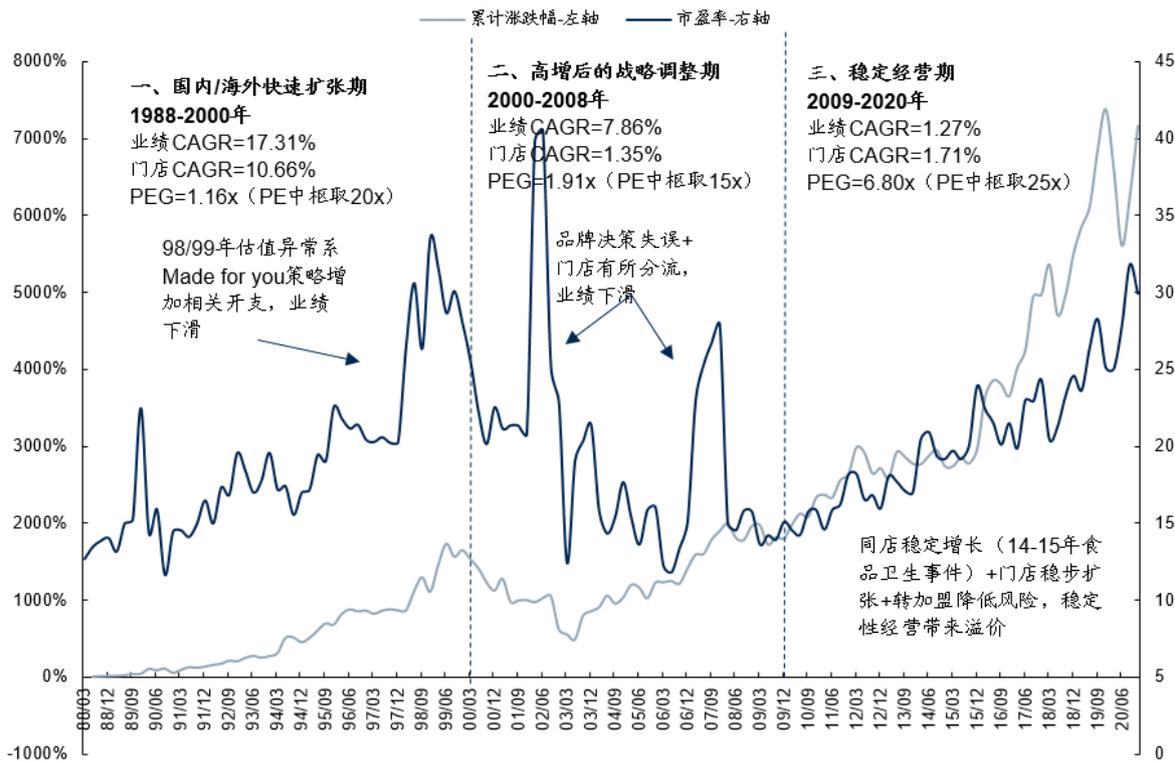
资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

估值总结: 百胜中国是国内典型的老牌餐饮企业, 旗下肯德基、必胜客品牌历史悠久, 二者基本已进入平稳发展期, 必胜客同店虽有波动, 但肯德基同店增速保持低位数稳健增长, 且肯德基展店呈现边际提速趋势, 肯德基的稳健表现是百胜中国 25x 估值中枢的支撑 (PEG≈2x), 这与呷哺呷哺不同, 湊湊体量尚小, 呷哺餐厅为 主力品牌但同店波动较大, 因此公司估值起伏较大。此外, 百胜中国深耕餐饮行业多年, 供应链、资金优势底蕴深厚, 未来有希望为市场投资者创造更多惊喜。

麦当劳：高增期享受高估值，经营稳健性会带来估值溢价

1940年麦氏兄弟创造了第一家麦当劳汉堡店，1954年开始特许经营加盟扩张，由此开始进入较大规模的成长扩张期，1965年在纽交所上市。在麦当劳70多年的发展历程中，总体上经历了大规模连锁扩张（可细分为国内连锁扩张和海外加速扩张两步）、战略调整期、平稳增长期三个阶段，对应PE估值则经历了稳定攀升、波动回调（剔除部分年份业绩大幅波动导致的估值反复外）、稳步上升期。作为上市具体如下图25所示：

图 25：麦当劳（MCD.N）上市以来股价及估值复盘情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注：股价数据自1988年开始统计，由于时间维度较长，只选取季度末数据；与上文海底捞、呷哺呷哺、九毛九、百胜中国不同，估值所用业绩为当年实际净利润；图中业绩、门店CAGR起始时间为阶段起点与终点；PEG中PE为阶段估值中枢；

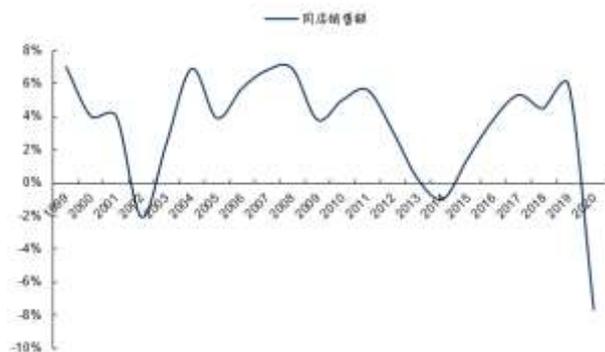
1980-2000年国内外快速扩张期，估值水平稳定抬升。90年代以前，麦当劳的成长主要以国内扩张为主。1980年到1990年十年间，麦当劳的门店数从6000家扩展到11803家，接近翻了一番，对应PE估值水平提升至15x左右；90年代以后，麦当劳门店扩张呈现加速发展的趋势，这主要是得力于国外门店的大举扩张。1991年，麦当劳的国外门店为3600家，但在1998年，麦当劳的国外门店数达到11000家，涉及国家从1991年的59个扩张到1998年的114个。总体来看，这一期间，麦当劳的门店数从1990年的11803家增长到2000年的27896家，增长了1.4倍，与此同时，公司的估值水平也持续提升，估值中枢提升至20x左右。

2000年以后，增长逐渐放缓，品牌战略调整，估值回探。2002年公司全球门店数突破30000家，但同期顾客用餐满意度下滑较为严重，同时门店扩张扩张分流后引起现有加盟商不满，叠加品牌决策失误，2002Q4麦当劳出现上市37年来首次季度亏损，同期股市科技泡沫破碎，麦当劳股价三年内下跌60%+，估值最低回探至5x，2002年末公司CEO格林伯格离任。新帅上任后一方面关闭亏损门店，助力同店销售回升，另一方面针对新一代年轻消费群体，设定

新的营销策略。此后公司股价企稳回升，估值回升至 15x 左右。

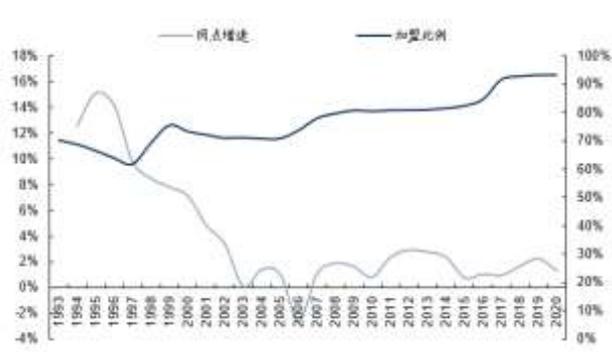
2010 年后，公司稳健经营带动估值进入上行通道。从下图同店增长、门店增速图中可知，除去 2014-2015 年食品卫生事件、2020 年疫情扰动，公司经营势头十分稳健，同时公司逐渐将体内门店转为加盟模式，平衡业绩波动风险，与此同时公司在二次市场积极推进回购，公司估值水平进入稳定上升通道，最高达到 25x。

图 26: 1999 年至今同店销售增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 27: 1993 年以来门店增速及加盟比例占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述，麦当劳在其大规模连锁扩张时期（无论是国内连锁扩张还是海外扩张），其 PE 估值水平呈持续提升趋势；公司进入稳定增长后期后，收入增速虽有所放缓，但公司凭借前期积累的规模效应，通过成本的有效控制、自有物业的增值，依然可以实现同店贡献的持续增长，稳健的经营表现仍可带动估值提升，同时公司筹码盘稳固、回购不断，边际对估值也有贡献。麦当劳是非常具有启示性的全球市值最大餐饮公司。

星巴克：高增长支撑高估值，赛道优质&品牌加持享溢价

1992-2000 年，国内外连锁扩张期，估值中枢约 60x。星巴克于 1992 年在纳斯达克上市。上市初期，星巴克门店主要集中在北美范围内，在低基数上以 50%+ 年化增速成长，1996 年在日本和新加坡开店开启国际连锁扩张，1997 年后门店数以年均约 35% 速度增长。与之对应的是，净利润（经调整）处于高速增长期，复合增速达到 76%，在初期快速扩张阶段，星巴克享受了较高估值，但 PEG≈0.79x（PE 中枢取 60x）略有折价。

2001-2007 年，品牌高增期，估值中枢约 40x。此阶段星巴克经调净利润、门店年化复合增速中枢分别为 23%、21%，对应 PE 估值中枢约 40 倍，对应 PEG 约 1.74x。

2008 年以后星巴克增速趋于平稳，门店扩张明显放缓年均增速仅 7%，净利润增速为 19%，PE 中枢回落至 30x，阶段 PEG 约 1.57x。整体星巴克估值中枢比麦当劳略高。

从星巴克发展轨迹来看，公司与快餐业龙头发展及估值演变逻辑有所相似，但相比快餐业，咖啡业细分赛道优质，由于咖啡本身即为极易上瘾的饮品，欧美地区咖啡消费习惯及全球范围内咖啡文化传播带来的市场认同，咖啡消费市场空间广阔。通过塑造咖啡文化，星巴克品牌力十足。公司将自身品牌打造为全球咖啡文化的代表，借助线下门店网络打造属于自己的咖啡文化和生态，以文化输出的形式在全球范围内扩张。同时公司品牌定位高端，随着全球经济的发展，公司受益于人均收入水平提升带来的顾客数量和客单价的提升，在这种情

况下，即使在平稳发展期，公司估值水平多数在 25-37X 区间波动，享受高于同行业的估值溢价。

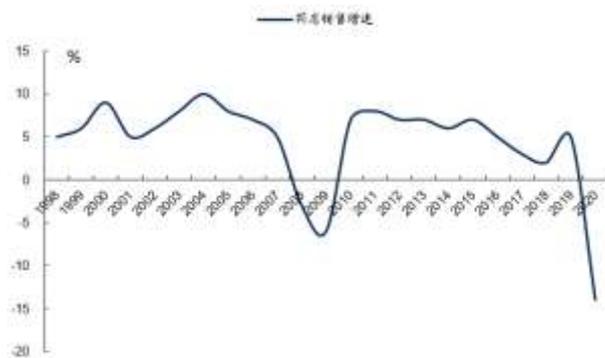
图 28: 星巴克 (SBUX.O) 上市以来股价及估值复盘情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

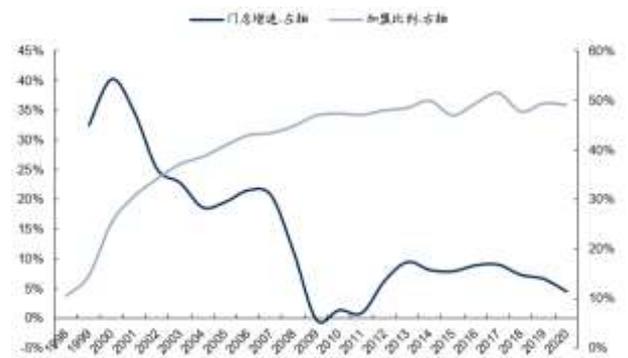
注: 股价数据自 1997 年开始统计, 由于时间维度较长, 只选取年中及年末数据; 与上海海底捞、呷哺呷哺、九毛九、百胜中国不同, 本图估值所用业绩为当年实际净利润; 图中业绩、门店 CAGR 起始时间为阶段起点与终点, 若不同则在图中表明; PEG 中 PE 为阶段估值中枢, 具体数据已在图中说明。

图 29: 1998 年至今同店销售增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 1998 年以来门店增速及加盟比例占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

餐企估值核心变量梳理

餐饮企业成长公式=同店增长+新店扩张+新品牌孵化（第二增长曲线）

餐企估值切换核心源自企业未来业绩一致预期的变化。因此探寻餐企估值切换的原因，便需对公司未来业绩走势进行提前的预判，某一具体餐饮企业成长驱动力则可拆解为三部分，**存量门店的持续增长（同店增长）、新开门店增量贡献以及新餐饮品牌的孵化：**

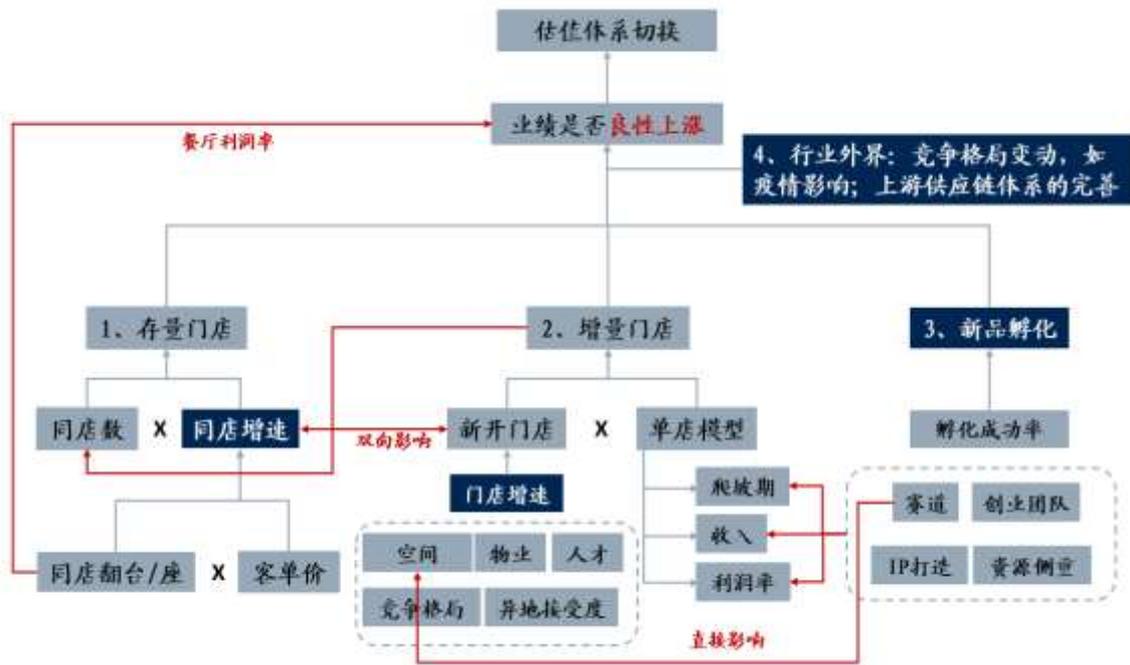
1、存量门店增长：即体内成熟门店的贡献，与同店翻台/座率（表征客流量）和客单价直接相关，其中客单价一般随着 CPI 以及产品结构改善稳步上调，故**翻台/座率是存量门店能否增长的核心指标，同时翻台/座率绝对值的高低往往代表着餐厅的盈利能力（净利润率，但翻台/座率与餐厅净利润率不完全正相关，见下文）。**

2、门店扩张节奏：新开门店爬坡后进入成熟期后，也会贡献增量的收入与业绩，故餐厅数增速是餐企成长另一驱动力（单店模型相对稳定）。**门店速度受市场空间、竞争格局、物业、人才、品牌异地接受度等条件制约，此外公司会根据整体同店增速（同店翻台/座率）变化动态调整开店计划，如在部分城市进一步加密会呈现显著的门店分流，公司便会放缓该城市的门店加密计划，因此同店增速与门店扩张速度是动态影响的过程。**

3、新品牌孵化：新品牌孵化是每个餐饮集团最终都需要面对的问题，因为餐饮为体验性消费，行业迭代周期短，孵化适合当今消费趋势的品牌是餐企寻求长效稳定增长的关键竞争力，优选赛道、打磨团队、IP 打造以及集团资源侧重都是新品孵化的关键。

除去餐企基本面变化带来的估值溢价，**外部环境的变化同样会影响餐饮公司估值**，如 2020 年疫情影响停业，龙头依托自身资金、品牌、管理优势业务迅速回暖、逆势扩张，行业出清、集中度提升预期带动行业估值大幅上扬；另外若市场风格极度偏好业绩的确定性，品牌力强、扩张快、短期业绩确定高的餐企龙头同样会获得估值溢价。

图 31: 连锁餐饮公司估值变量影响途径图解



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理绘制
注: 核心影响变量已在图中标为蓝色

同店增速: 企业业绩晴雨表, 估值的锚指标

同店收入增速是餐企估值锚。同店收入增速既表征公司现有门店盈利能力, 也代表着门店未来的扩张潜力, 是公司业绩动向的前瞻性指标, 若品牌季度同店收入保持高增, 则品牌处于业绩上升期; 若品牌连续多个季度同店收入出现下滑, 则意味品牌发展遇到了问题需要解决, 短期业绩会有压力, 估值也会相应调整。复盘海底捞与呷哺呷哺历史估值变化, 同店增速往往是公司估值变化的前瞻指标。2019年2月-2019年12月, 海底捞动态估值中枢保持在60-70x高位, 2019H1/2019同店收入分别同增4.7%/1.6%, 同店稳健增长支撑公司高估值; 2015年8月-2016年03月、2018年09月-2020年01月两个时间段, 呷哺呷哺2015H1/2015年同店销售增速分别-3.3%、-4.0%、2018H1/2018/2019H1/2019年同店销售增速分别为7.3%、2.1%、-1.9%及-1.4%, 同店增速转负导致了估值承压。

同店收入增速表征着现有门店盈利能力。由下表海底捞单店模型测算结果可知, 针对位于一线城市的同一家门店, 不同翻台率情况下的门店净利率是不同的, 正常翻台水平下(5次+/天)门店净利率为6.3%左右, 而若该门店翻台率下降至4.0次/天, 门店净利率则会下滑至2.1%左右, 若翻台率进一步下滑至3.0次/天, 门店则会进入亏损状态(模型测算净利率为负值)。员工薪酬、折旧摊销、水电等费用为刚性成本(租金为可变成本), 同店收入下滑、转负而成本刚性, 门店的利润表现便会受影响, 也即若同店翻台率下滑、转负, 往往代表着门店净利率的下滑。

表 2: 海底捞各线城市单店模型测算以及情景假设

	正常水平			翻台率 4.0			盈亏平衡			说明
	一线城市	二线城市	三线城市	一线城市	二线城市	三线城市	一线城市	二线城市	三线城市	
桌数	83	83	83	83	83	83	83	83	83	估算
人数/桌	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	估算
客单价	110	100	95	110	100	95	110	100	95	参考公司年报
翻台率	5.1	5.3	5.2	4.0	4.0	4.0	3	3	3	参考同店水平
年营业额 (万元)	5948	5620	5238	4665	4241	4029	3499	3181	3022	按 365 天计算 以下均参考年报等
原材料	2498	2360	2200	1959	1781	1692	1470	1336	1269	42%
人工	1903	1686	1519	1680	1442	1289	1330	1145	1027	正常 29-32%/4.0 翻台 32-36%/3.0 翻台 34-38%
租金+折摊	488	455	419	383	344	322	287	258	242	8.0-8.2%
水电	199	188	175	156	142	135	117	107	101	3.35%
其他费用	357	326	293	357	326	293	357	326	293	5%
成本费用合计(万元)	5446	5016	4607	4535	4035	3732	3560	3171	2933	
净利润	377	453	473	98	155	223	-46	7	67	
净利率	6.3%	8.1%	9.0%	2.1%	3.6%	5.5%	-1.3%	0.2%	2.2%	

资料来源:参考公司公告, 国信证券经济研究所整理

同店收入增速的表现动态影响门店扩张的节奏。公司在进行门店扩张时, 一般需要兼顾新店与存量门店的动态均衡关系, 若在某一地区加密的过程中, 新店对老店产生较为严重的分流, 则区域同店收入可能出现较大下滑压力, 若经过多季度的门店经营调整仍不见同店经营仍不见改观, 则意味着该地区门店已经相对饱和、不宜再度加密。因此若同店收入增速转负, 则未来门店扩张速度则可能相对受限, 当然不同区域可能仍有所差异。

综合而言, 对于处于成熟业态的餐饮主体(网红品牌的逻辑相对有差异), 同店增速一边连接着企业当下的经营情况, 代表着现有门店的盈利能力, 另一边连接着企业的未来, 影响着未来门店扩张的节奏。现有门店盈利能力与企业门店扩张正是一家餐饮企业成长的核心, 故同店增速是业绩的晴雨表, 也是影响估值的核心锚指标。

需要说明的是, 同店翻台/座率不是一个好的估值评价指标, 对估值的影响需与利润率结合起来看。同店翻台/座率对估值的影响并非是一一对应的, 也即同店翻台/座率下滑, 并不一定导致估值的下滑。企业在初始选址时, 往往会选择高势能、客流量大的核心商圈布点, 故初期的门店翻台/座率往往较为亮眼。但优质物业资源毕竟有限, **随着次级商圈/低线城市占比提高, 新开门店成熟期翻台/座率表现也会低于存量门店, 整体同店翻台/座率也会呈现下滑。但次级商圈/低线城市租金、员工成本较之核心商圈结构更为优化, 如海底捞、太二低线城市部分门店利润率会优于一线城市, 故同店翻台/座率下滑并不一定导致整体盈利能力的下滑, 这种情况是“良性的下滑”。**参考海底捞 2020H1 半年报(2020.08.25)披露 2019H1 同店翻台为 4.8 次/天, 低于 2019H1 中报(2019.08.20)的同店翻台数据 5.2 次/天, 下滑主要系低线城市占比提升所致, 对估值影响相对可控。

品牌老化等其他客观原因导致品牌同店翻台/座率下滑, 一般会导致利润率的降低, 同店增长放缓/下滑情况下, 估值往往也会伴随回调。参考例子为呷哺呷哺 2018.09-2020.01 时间段, 2018H1/2018/2019H1/2019 年同店销售增速分别为 7.3%、2.1%、-1.9%及 -1.4%, 同期经调净利率也进入下行区间分别为 10.1%/10.0%/7.8%/6.6%, 公司估值也进入阶段底部(15x)。

图 32: 呷哺呷哺 (2018.09-2020.01) 同店增速、利润率同步下滑, 估值下杀



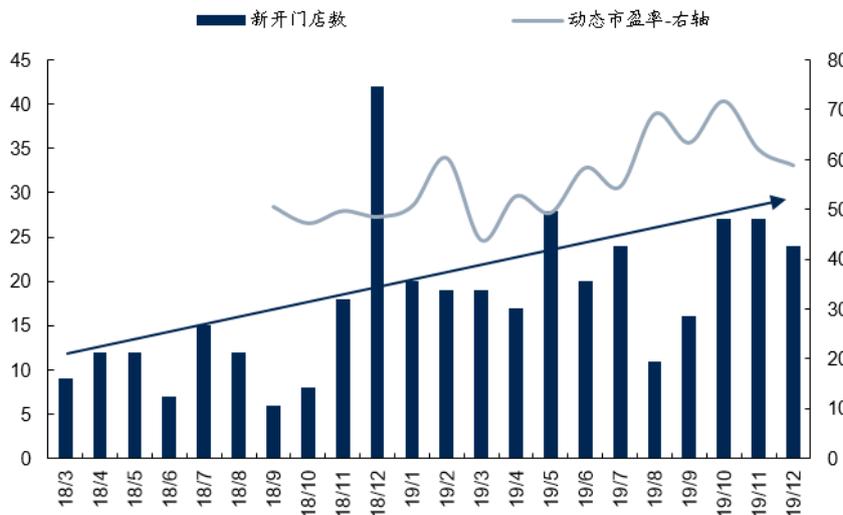
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 呷哺呷哺为经调整净利润, 剔除 IFRS16 影响

门店增速: 估值的放大器, 异地扩张进展决定门店上限

门店扩张对估值影响主要起到放大器作用。餐厅扩张对企业贡献的是增量收入与业绩, 但在企业的不同发展时期, 高速扩张的门店对餐饮企业的估值影响是截然相反的, 具体分析如下:

在一家餐饮品牌的强盛期, 同店(成熟门店)收入保持增长、暂无下滑迹象, 这种情况下新开出的门店往往会迅速度过经营爬坡期(老店门店部分排队等位客人转向新门店用餐), 新门店爬坡成熟后, 将会为企业贡献确定性的增量收入与业绩, 此阶段门店高速扩张支撑企业高估值水平。以 2019.02-2019.12 时期的海底捞、2020.03-至今的太二酸菜鱼为例, 2019 年海底捞新开 308 家餐厅, 同比增 54%, 同期同店翻台率为 5.2 次/天(2018 年为 5.2 次/天), 新开出的餐厅可迅速打平贡献收入业绩; 2020 年太二酸菜鱼新开 109 家, 同比增 79%, 疫情后的太二同店收入迅速恢复至 2019 年同期水平, 新开出的门店未来也将贡献确定性的收入业绩(2 个月左右打平), 同期海底捞、九毛九估值中枢均在上述期间保持高位运行。

图 33: 海底捞 (2019.02-2019.12) 展店节奏持续加快, 估值维持高位



资料来源: wind, 大众点评, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

而当一家餐饮品牌逐渐成熟、同店收入增速转负, 对于存量门店的经营优化便成为品牌阶段经营的第一要义, 若仍保持原本激进门店扩张策略, 则新开出的门店极有可能出现分流老店、爬坡期大幅拉长等负面作用, 对于的企业成长逻辑有损伤的。2018 年 9 月-2020 年初, 呷哺呷哺餐厅门店扩张不断提速, 2017-2019 年分别新开 136、168、189 家餐厅, 而 2018H1/2018/2019H1/2019 年同店销售增速分别为 7.3%、2.1%、-1.9%及-1.4%, 期内净利率也不断下滑, 公司估值也受到影响回落至 15x 左右。

图 34: 呷哺呷哺 (2018.09-2020.01) 展店节奏持续加快, 但估值水平走低



资料来源:wind, 公司公告, 国信证券股份有限公司

门店的地域结构同样重要, 餐厅品牌是否能够顺利异地扩张是门店空间上限打开的关键, 中国人口味虽地区不同各异, 所以一家餐饮品牌走出品牌发源地, 实现全国范围内的布点扩张, 是品牌打开门店成长上限的关键。因此分析各餐饮品牌在各地区的门店结构便显得尤为重要, 参考大众点评爬虫数据, 对海底捞、呷哺呷哺、太二酸菜鱼、肯德基以及必胜客截至 2021 年 4 月 5 日的门店

数据整理如下表:

表 3: 各品牌餐厅数按行政区划统计 (截至 2021 年 4 月 5 日)

行政地区	城市	海底捞	呷哺呷哺	太二酸菜鱼	肯德基	必胜客					
东北地区	辽宁省	14	1.1%	42	4.0%	3	1.2%	282	3.7%	76	3.6%
	黑龙江省	11	0.8%	46	4.4%	0.0%	157	2.1%	157	3.8%	1.8%
	吉林省	9	0.7%	36	3.4%	0.0%	137	1.8%	137	3.0%	1.4%
东北合计			2.6%		11.8%		1.2%		7.6%		6.9%
华北地区	北京市	79	6.0%	313	29.7%	17	6.6%	353	4.7%	129	6.2%
	河北省	42	3.2%	176	16.7%	1	0.4%	296	3.9%	69	3.3%
	天津市	25	1.9%	86	8.2%	4	1.5%	167	2.2%	58	2.8%
	山西省	19	1.4%	37	3.5%	1	0.4%	117	1.5%	33	1.6%
华北合计	内蒙古自治区	14	1.1%	11	1.0%	1	0.4%	84	1.1%	31	1.5%
			13.7%		59.1%		9.3%		13.5%		15.3%
华东地区	江苏省	147	11.2%	39	3.7%	19	7.3%	935	12.4%	224	10.7%
	浙江省	109	8.3%	7	0.7%	15	5.8%	736	9.7%	188	9.0%
	上海市	94	7.2%	50	4.7%	32	12.4%	379	5.0%	116	5.5%
	山东省	69	5.3%	52	4.9%	7	2.7%	453	6.0%	116	5.5%
	福建省	43	3.3%	1	0.1%	10	3.9%	264	3.5%	71	3.4%
	安徽省	41	3.1%	19	1.8%	6	2.3%	240	3.2%	69	3.3%
	江西省	23	1.8%	5	0.5%	4	1.5%	148	2.0%	27	1.3%
华东合计			40.1%		16.4%		35.9%		41.8%		38.7%
华南地区	广东省	186	14.2%	9	0.9%	90	34.7%	1030	13.6%	287	13.7%
	湖南省	39	3.0%	5	0.5%	4	1.5%	327	4.3%	71	3.4%
	广西壮族自治区	24	1.8%	2	0.2%	3	1.2%	149	2.0%	33	1.6%
华南合计	海南省	8	0.6%	1	0.1%	13	5.0%	85	1.1%	28	1.3%
			19.6%		1.6%		42.5%		21.1%		20.0%
华中地区	湖北省	60	4.6%	16	1.5%	6	2.3%	273	3.6%	74	3.5%
	河南省	75	5.7%	40	3.8%	3	1.2%	180	2.4%	61	2.9%
华中合计			10.3%		5.3%		3.5%		6.0%		6.5%
西北地区	陕西省	66	5.0%	33	3.1%	5	1.9%	168	2.2%	60	2.9%
	甘肃省	12	0.9%	13	1.2%	1	0.4%	53	0.7%	21	1.0%
	新疆自治区		0.0%	3	0.3%		0.0%	48	0.6%	14	0.7%
	宁夏自治区	9	0.7%	6	0.6%		0.0%	19	0.3%	8	0.4%
	青海省	3	0.2%	3	0.3%		0.0%	20	0.3%	7	0.3%
西北合计			6.9%		5.5%		2.3%		4.1%		5.3%
西南地区	四川省	43	3.3%		0.0%	4	1.5%	214	2.8%	76	3.6%
	重庆市	19	1.4%		0.0%	3	1.2%	72	1.0%	33	1.6%
	云南省	21	1.6%	3	0.3%	5	1.9%	97	1.3%	22	1.1%
	贵州省	7	0.5%		0.0%	2	0.8%	56	0.7%	19	0.9%
	西藏自治区		0.0%		0.0%		0.0%	10	0.1%	4	0.2%
西南合计			6.9%		0.3%		5.4%		5.9%		7.4%
港澳台地区	台湾省	1	0.1%		0.0%		0.0%	116	1.5%	126	6.0%
	香港	3	0.2%		0.0%		0.0%	81	1.1%	82	3.9%
	澳门	1	0.1%		0.0%	1	0.4%	9	0.1%	9	0.4%
港澳台合计			0.4%		0.0%		0.4%		2.7%		10.4%
门店总数		1311	100%	1054	100%	259	100%	7549	100%	2093	100%

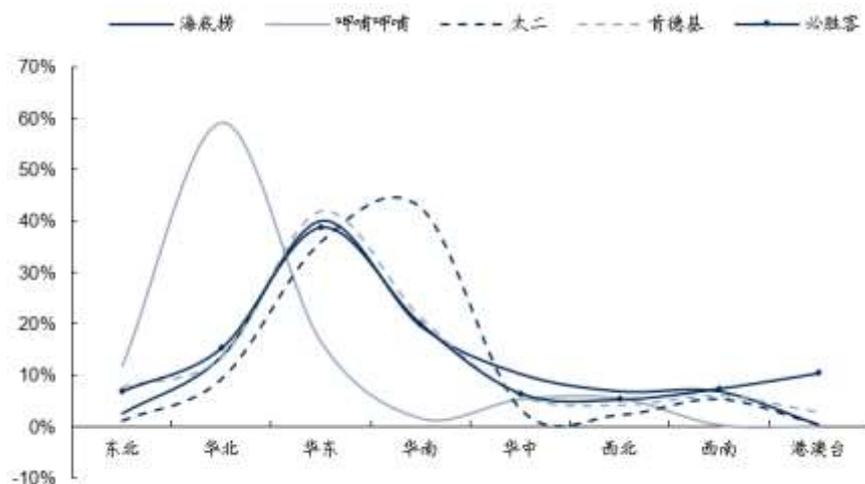
资料来源:大众点评数据爬虫, 国信证券经济研究所整理

肯德基、必胜客分别于 1987 年、1990 年进入中国市场, 截至报告期分别在中国拥有 7549、2093 家餐厅, 两家品牌选址综合 GDP、常住人口等因素考虑, 历经多年开店运营经验, 我们认为是一个相对成熟的门店区域结构。参考肯德基、必胜客的门店布局, 可以得到两点结论: 1) 华东、华南、华北是餐饮商家的必争之地(按重要性先后排序), 而西北、西南、港澳台地区布点相对较少; 2) 海底捞门店区域结构与肯德基、必胜客高度相似, 太二酸菜鱼立足华南扩张,

近年来华东地区门店也逐渐起量；呷哺呷哺目前华北地区占比仍最高，华东、东北其次，南方地区门店占比极低，2020 年报管理层表示 2021 年集中开发华东、华南区域，未来 3 年华东、华南为扩张重点区域。

综合各公司门店区域结构数据，百胜中国、海底捞整体结构最优，对应的扩张空间也最大；九毛九上市初期华南占比较高，近期（太二）积极全国扩张，门店空间也有望打开；呷哺呷哺具有北强南弱的特征，未来南方城市的扩张成果仍有待进一步观察。反应在估值上，海底捞、九毛九估值最高（全国扩张进行时），百胜中国其次，系门店数居高位、发展阶段不同，呷哺呷哺估值相对最低，未来南方扩张尝试仍需验证。

图 35：餐饮上市公司各行政区划门店数占比



资料来源：大众点评爬虫所得，国信证券经济研究所整理

注：东北地区（辽宁、吉林、黑龙江）、华北地区（北京、天津、河北、山西、内蒙古）、华中地区（湖北、湖南、河南）、华东地区（山东、江苏、安徽、浙江、福建、江西、上海）、西北地区（宁夏、新疆、青海、陕西、甘肃）、西南地区（四川、云南、贵州、西藏、重庆）、港澳台地区（台湾、香港、澳门）、华南地区（广东、广西、海南）

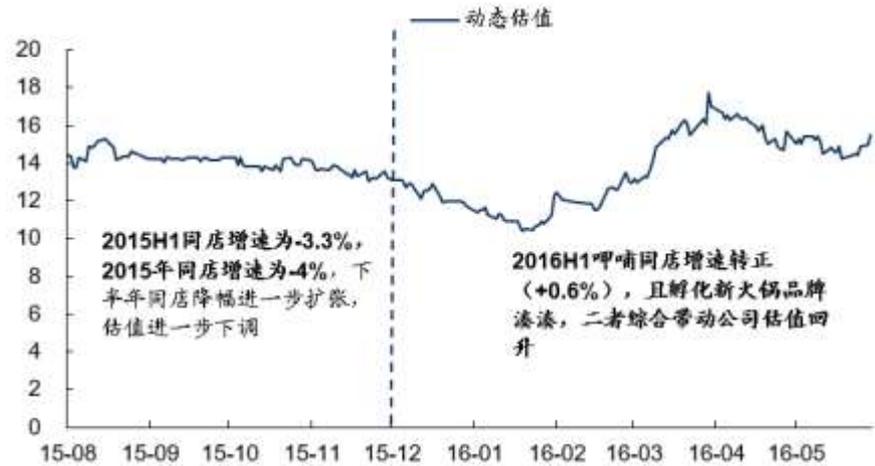
新品孵化：必由之路，激励机制、团队间利益平衡为重中之重

行业高迭代率+消费者口味多变，单一品牌是有天花板上限的，积极勾勒第 N 条成长曲线是餐企必经之路。美团数据显示，2018 年餐饮行业近 300 万家餐厅倒闭，闭店率高达 70%，餐厅平均寿命只有 508 天，行业整体处于快速迭代的过程中。对于特定消费者来说，自身面对的餐厅选择非常多样，一日三餐大概率不会在同一家餐厅就餐，这就导致餐饮行业天然复购率不高，积极跨赛道孵化属不同细分赛道的餐厅成为适应当今餐饮市场的第一要义。单一品牌最终都会面临开店饱和的问题，而多品牌发展则打开企业新的成长路径。老牌餐饮企业百胜中国东方既白、2 家咖啡品牌、收购小肥羊、黄记煌多有尝试，海底捞内部孵化十八余、捞派有面儿、佰鼓私房面、饭饭林、秦小贤等子品牌，九毛九跨界切入火锅赛道孵化湊湊品牌，最具代表性的为呷哺呷哺旗下的湊湊火锅，2016H1 集团内部决定孵化湊湊品牌，受新品牌预期影响公司估值由最低的 10x 最多反弹至 18x（也有呷哺同店增速转正情绪提振）。

品牌孵化要素：优选赛道、管理团队、IP 打造。我们前期在九毛九深度报告《九毛九：聚焦年轻消费客群，不断突围的中式餐饮创新者》中探讨过餐饮品牌孵化的要素。一选赛道，优选标准化程度高，赛道空间大的赛道，其中标准化程度解决规划化复制难题，赛道空间大意味着要有足够多的目标受众。二拼管理，针对基层员工，明确晋升通道、完善收入保障可有效降低离职率；针对高管团

队，采用股权绑定或业绩对赌机制，充分调动主观能动性。餐饮本身为劳动密集型行业，人的主观能动性激励需要现代化的管理体系保障。三看品牌调性打磨，品牌调性背后是顾客认知优先级的先后，优秀的餐饮品牌均有自身的产品IP，海底捞服务树IP、太二酸菜鱼“二文化”、巴奴的产品主义，都是IP打造的成功典范。

图 36: 2016H1 同店回暖+湊湊孵化带动呷哺呷哺估值上涨

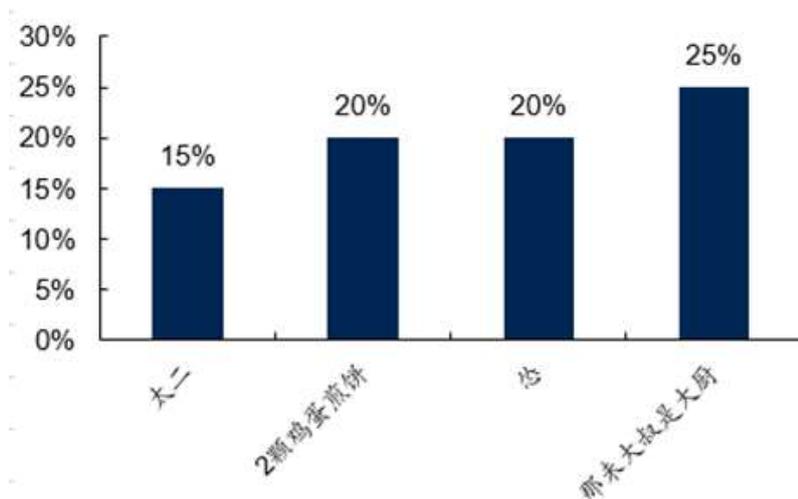


资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

品牌孵化最起码要解决两方面问题，一是创业团队的激励机制问题，二为新老团队的利益均衡问题:

1、品牌孵化需要配套制度调动主管能动性。在企业传统品牌的基础上，供应链、物业资源、人才梯队等硬性条件基本具备，餐饮公司在孵化新餐饮品牌时，最紧要的是充分调动创业团队的积极性，建议可以采用股权激励(如太二酸菜鱼，创始团队持股太二 20%股权，如下图所示)、业绩对赌或者虚拟股权(现金激励，如呷哺呷哺对湊湊团队采用此模式)等方式。

图 37: 九毛九公司各品牌创始团队持股情况



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 图中怂为冷锅串串业态, 目前怂火锅餐厅尚未设立员工持股平台; 九毛九员工持股计划也正在推进。

2、孵化品牌 VS 老品牌利益均衡，需要适当的制度来保证。但随着新孵化品牌的进一步壮大，集团势必需要在资金、物业、人才等资源方面给予新品牌更多的支持，而此举在一定程度上会妨害老品牌的发展，此时集团内部需要设立行之有效的制度来平衡双方团队的利益，以达到 1+1>2 的效果。

换股/上市公司股权激励或为一条出路。现阶段呷哺呷哺、九毛九均存在孵化转型的压力，呷哺呷哺老品牌呷哺小火锅已经进入稳定发展阶段，新品牌湊湊逐渐进入放量成长期，但目前两个品牌采用独立团队运营，**未来若上市公司采用上市公司股权激励将两大团队利益与上市公司整体利益绑定，品牌共荣发展才符合上市公司的利益最大化；**太二酸菜鱼已经进入高速发展期，而九毛九西北菜则收缩至华南发展，上市公司通过设置创业团队持股品牌的制度（如下图所示），助力品牌度过初创期，但公司同样面临新老品牌资源分配的问题，**我们认为公司未来或可采取换股方式（如太二股权与上市公司股权对换）来兑现团队的股权价值**，而这种方式下太二团队也有充足的动力去帮助新孵化的怂火锅等品牌团队，上市公司整体价值的最大化才符合多数人的利益。**海底捞近期也加大对新业态的创新与培育，未来不排除同样采用股权激励的方式提升员工创新积极性。**

外界因素：疫情下龙头集中度提升，供应链发展行业孕育新机遇

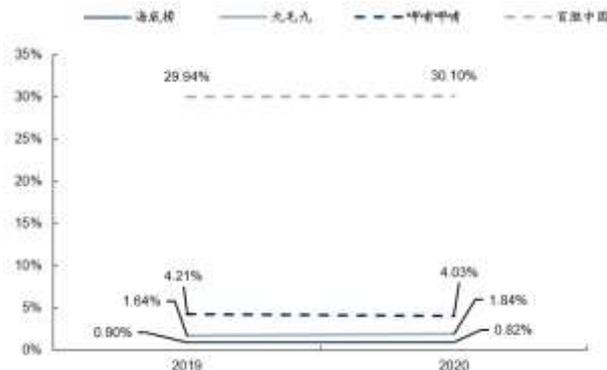
短看疫情扰动，龙头逆势扩张引领集中度提升。2020 年 1 月中旬国内疫情爆发，包括海底捞、呷哺呷哺、九毛九、百胜中国在内的餐饮公司不得不停业应对疫情。3 月下旬以来餐饮各家陆续复工，九毛九（旗下太二酸菜鱼）、肯德基、海底捞均展现出极强的疫后恢复能力，太二 Q3 末基本恢复至 19 年同期水平（含外卖），呷哺呷哺、海底捞 Q3 约恢复至 19 年同期 8 成左右。疫情下机遇与挑战并存，行业出清出现更多可供选择的优质物业，**龙头餐饮抗风险能力更强**，2020 年海底捞、太二酸菜鱼、肯德基分别逆势新增 544、109、840 家新店。同时，头部餐企在租金补贴、新签租金、租约长度等方面，较之前均有进一步优惠，租金端的优化会未来各期也会逐期显现，疫情给与了餐饮龙头未来 2 年发展窗口期。

图 38：2020 年龙头餐饮开店数均创新高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 39：海底捞、呷哺呷哺 2020 年租金占比均有所优化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2019 年为 IFRS16 应用，故 19 年之前数据与近两年不可比

餐饮供应链的发展成熟，行业连锁化率有望逐年提升，整个餐饮行业将进入成长红利期，行业系统性的发展机遇也将带动估值中枢的提升。从需求端来看，一方面疫情证明单体餐饮企业抗风险能力低，标准化、连锁化经营是餐饮企业未来发展的大方向，而这则会倒逼上游供应链改革；另一方面，餐饮行业门店租金、员工薪酬成本不断攀升，餐饮业对降本增效的需求越来越迫切，未来越

来越多企业会采用上游供应链来替代部分人工以控制总成本。从供给端来看，冷链技术的成熟、物流行业的发展、以及互联网信息技术的发展，出现了以蜀海为代表的重资产平台型供应链企业、以及以主打低 SKU、单品爆款的信良记等供应链企业。未来，供应链行业的发展将带动整个行业经营效率以及连锁化率的提升，受益于上游供应链的发展红利，行业未来预计也会涌现出越来越多的优秀餐饮企业，行业进入黄金发展期，对应的估值中枢也将有所提升。

表 4：各类餐饮供应链模式优劣势对比

所属类型	公司名称	优势	劣势
平台服务	筷来财	平台在提供信息流动、对接及运营服务时收取中介费，初期投资较低	获客成本高，前提推广及补贴花销较高；花费较大成本在用户信息仲裁上
	一亩田		
	美团小货		
数据管理系统	晶链通	收入来自于贩卖系统，设计系统上需投入的成本较低	市场教育、沟通成本较高
	观麦科技		
	轻餐邦		
重资产	膳易	服务较为全面，资产与数据系统结合，更好地服务行业	固定资产投入成本较高；后期服务需达到快速响应，需投入较高精力
	蜀海供应链		
	美菜		
	宋小菜		
	分分钟		
	链农		
	有菜		

资料来源:亿欧智库, 国信证券经济研究所整理

溢价/折价：溢价源于品牌确定性与爆发力，穿越周期品牌可享稳定溢价

上升期餐饮品牌的高确定性、强爆发性，是餐企估值溢价的核心。1) **高确定性**：从消费者角度出发，顾客的口味短时间内不会发生剧变，当一家餐饮品牌势能（翻台率、口碑评价等方面）一旦建立，在不出现重大安全事故的前提下，品牌未来 3-5 年的成长确定性是非常强的。2) **强爆发力**：品牌势能建立后，公司大概率会加快品牌扩张步伐（部分品牌展店步伐会很激进），抢占先发优势，扩大自身的份额。由于门店扩张主导权掌握在自己手里，餐饮品牌在品牌强势期内经营业绩大多会出现爆发式的增长。一方面是确定性带来的成长预期，另一方面是强爆发性下快速消化估值的能力，两方面因素导致餐饮企业当下估值水平往往处于溢价状态。

溢价需要高翻台/座率、门店高增长等经营数据持续支撑现有预期。上升期餐企溢价来自于业绩确定性、爆发力。而同店翻台/座率、门店增速、品牌孵化能力直接影响业绩增速。翻台/座率处高位、门店快速扩张的逻辑持续验证下，品牌的成长逻辑会被验证强化，溢价才得以建立和维系，代表性的案例为 2019.02-2019.12 时期的海底捞、2020.06-2021.02 的九毛九。

估值溢价程度影响因素：赛道空间、竞争格局、管理能力等。针对两家同样处于品牌上升期的餐饮品牌，即使均有享受估值溢价，但不同企业的溢价的程度也是各不相同，主要与赛道空间、行业格局以及管理能力等因素有关，如下图中红线所示。**赛道空间决定企业成长的持久性**，以火锅、川菜为代表的细分餐饮赛道拥有最广大的消费受众，存量区域的加密、异地的扩张都会为企业提供更长久的成长动能；**竞争格局决定最终体量**，同处于火锅大赛道的不同火锅企业，品牌竞争力不同最终会导致稳态下市场份额的差异，而成熟状态下公司体量不同也会带来当下估值的差异；**管理体系是品牌成长、跨界孵化的基础**，餐饮行业根本上是劳动密集型的行业，管理团队、基层制度、企业文化等软实力，是支撑现有品牌成长以及新品牌孵化的基础。**综合而言，赛道空间、竞争格局、管理能力等因素最终均可归结为影响企业成熟期的业绩体量，而成熟情况下越**

大的利润体量往往对应越高的当期估值溢价。

图 40: 餐饮企业估值溢价成因探讨

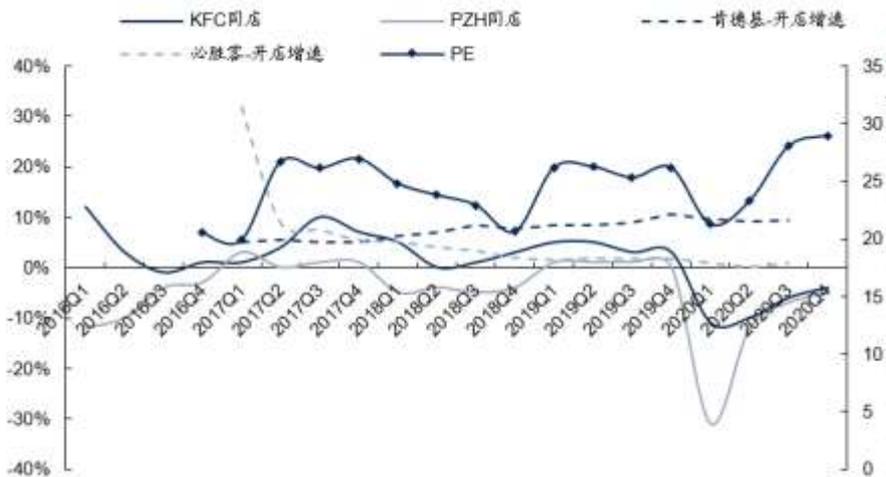


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

餐企品牌下行周期, 估值中枢一般会大幅回调。前文已经讨论过, 上升期餐饮品牌估值溢价来自于高确定性、强爆发性, 确定性根源于短期内消费者口味不会发生剧变, 但一旦品牌老化、顾客偏好不再, 想让消费者回心转意也往往较难, 应对不当的品牌不排除直接没落的可能, 所以餐饮行业天然具有高迭代、生命周期短的特性, 所以品牌同店翻台率、门店增速一旦进入下行区间(非客观因素扰动), 此时品牌未来的成长预期(成熟期的公司体量)则需要动态地进行下调, 估值由溢价回归正常/折价的过程, 体现在当下就是估值的大幅回调。比较有代表的例子为 2018.09-2020.01 时期的呷哺呷哺、18Q1-18Q4 的百胜中国, 餐饮投资需及时捕捉品牌下行趋势, 动态地调整估值中枢。

品牌力强的餐饮品牌可以穿越生命周期, 长期享有较为稳定的估值水平。香港的几家上市公司中, 百胜中国(主要指肯德基)展现出穿越品牌生命周期的能力(海底捞、九毛九上市时间较短, 呷哺呷哺估值波动大)。1987 年首次进入中国市场, 截至目前肯德基已经在中国度过 34 个年头, 证明了自身具有穿越品牌生命周期的能力(行业平均生命周期<2 年), 从 2016 年至今季度经营数据来看, 除去疫情影响, 肯德基同店销售保持 5%左右的中枢增速, 且依托下沉市场的扩张, 肯德基门店扩张节奏逐渐提速。与一般成熟期餐饮公司估值水平不同(10-15x 左右), 百胜中国依托肯德基“老当益壮”的出色表现, 如今估值中枢稳定在 20-25x 左右, 部分年份可达 30x, 享有较为稳定的估值水平。我们认为, 肯德基目前在西式快餐赛道中地位极其稳固, 增长确定性高, 且百胜中国作为中式餐饮龙头企业, 强大的供应链、人才基础会不断给市场提供新的可能, 这也是公司享有稳定估值的核心, 我们也希望未来国内餐饮能够涌现出越来越多品牌长青的餐饮公司。

图 41: 百胜中国 2016 年以来 PE、品牌同店增速、品牌门店增速数据



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

当下阶段如何看待四家餐饮龙头?

海底捞: 快速扩张后同店翻台压力渐显, 关注调整效果及新品孵化

市场目前对于海底捞的关注点有二: 一是门店快速扩张后同店数据能否维持稳定; 二为主业外的赛道布局能否跑通。

由于疫情影响, 公司门店翻台率 2020 年呈现一定的压力。但疫情完全恢复后, 门店翻台率的恢复情况也是市场关注的焦点。客观而言, 即使没有疫情影响, 伴随近两年公司门店的快速加密, 其此前处于行业极高水平的翻台率本身也不排除可能合理调整。2020H1/2020H2 分别净增 167/363 家门店, 仅下半年已超出 2019 全年开店数量。与此同时, 门店加速扩张对公司管理能力提出新的要求, 新浪财经报导显示, 截至目前海底捞整体恢复至 19 年同期 7-8 成左右, 我们认为公司整体门店净利率也会有所压力。未来公司疫情扰动恢复后, 其翻台率的恢复情况, 包括翻台率与门店扩张之间走向盈利的最优平衡, 也成为市场关注的重点。

新成长业态梳理: 快餐为主要方向, 性价比主要特色。十八余面馆(北京)主营各式盖浇面, 出餐速度快, “面条+浇头”流水线式制餐, 性价比高, 单价低于 15 元/碗, 19 年 10 月开业至今用餐高峰期客流多, 望京新店正在筹备中; 捞派有面儿(成都), 门店 12 款 SKU, 主要以汤面+干拌面为主, 同样主打性价比(主食 13 元以内), 截至最新门店数达到 2 家; 百麸私房面(郑州)招牌为油泼面, 位于郑州商业区万达金街, 大众点评显示仍有 2 家筹备中; 此外, 乔乔的粉、孟小将米线/骆大嫂水饺(郑州)、饭饭林/秦小贤(北京)均以高性价比快餐为主要特色。

奶茶尝试: “火锅+茶饮” or 独立奶茶店? 职业餐饮网公众号显示, 继 2021 年 1 月武汉开出首家 9.9 元“无人自助”奶茶站, 首店并没有独立门头, 更多是新店开业的引流手段, 弥补火锅业态在经营时段的空白期; 此后在上海、南京、新开 3 家奶茶铺, 推出 4 款果茶, 2 款奶茶, 共计 6 款产品, 均价在 18 元左右(学生折优惠), 新开出的门店拥有独立门头, 根据三方平台点评情况, 初期尝鲜型顾客评价较优, 后续仍需观察门店经营以及扩张进展。奶茶店模式尚未

定型，武汉首店更多是火锅店的经营补充，而上海、南京店拥有独立的门头，则处于模型校准阶段，整体看奶茶未来发战略方向尚待进一步明确，若发展良好，对公司未来增长都是有效补充。

图 42: 十八余面售价基本都在 15 元以内



资料来源：品牌公众号，国信证券经济研究所整理

图 43: 武汉首家奶茶店宣传广告



资料来源：品牌公众号，国信证券经济研究所整理

新品牌布局预计短期盈利贡献相对有限，但海底捞集团资源共享+激励焕新值得期待。从海底捞新孵化的几家新品牌来看，短期门店数不多且处于模型探索期，更多代表的是公司对未来新发展方向的初期探索，短期内对公司收入业绩贡献相对较为有限。但海底捞新品牌孵化重点突出，主打快餐领域，以高性价比战略抢占市场。考虑海底捞供应链体系成熟，且新品牌多与存量门店共享物业，原材料、租金、客流量相对有保障，且公司对创新业态也积极鼓励。未来在资源共享、成本共担、激励革新模式下，海底捞不排除在中式快餐这个广袤的赛道上，存有跑出新品牌的可能性。

九毛九：把握太二酸菜鱼黄金成长期，跨赛道持续孵化或有惊喜

太二酸菜鱼处门店、同店增长双升期，品牌确定性、爆发性高。太二酸菜鱼展现出疫情后行业中独一无二的恢复能力，同店经营端，2020H2 同店收入已经恢复至甚至超出 2019 年同期，2020 年 12 月以及 2021 年 3 月同店增速略有回落，主要系疫情以及淡季影响，整体来看太二展现出强大的恢复能力以及品牌热度。与此同时，太二门店处于快速扩张中，2020 年合计新开 109 家（IPO 原计划新开 80 家），随着未来内部人才输出越来越多，太二品牌将进入品牌势能强势期以及门店放量成长期，是上市公司未来 3 年甚至更长时间的核心成长支撑。

图 44: 2020 年下旬以来太二、九毛九同店恢复情况

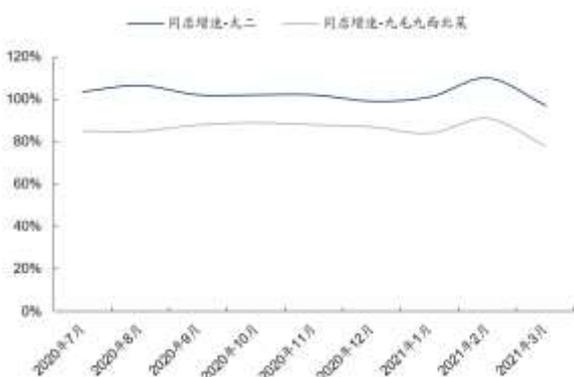
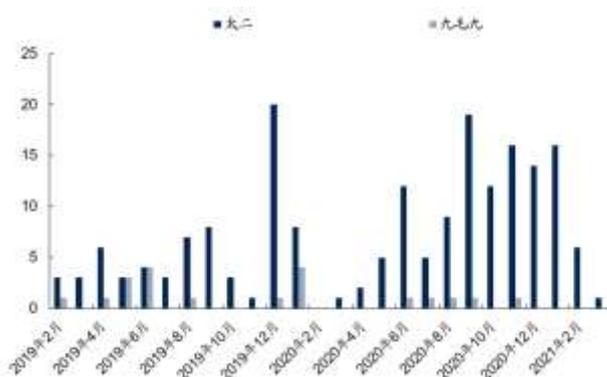


图 45: 2020 年下旬以来太二、九毛九新增门店



资料来源：调研预测数据，国信证券经济研究所整理
注：2020 年疫情影响天然低基数，比较基准均为 2019 年

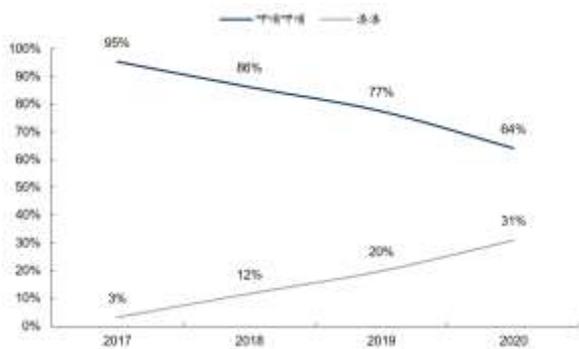
资料来源：调研预测数据，国信证券经济研究所整理

年轻化管理团队+灵活利益绑定加持，新品牌孵化提供想象空间。上市公司九毛九跨界成功孵化出现象级品牌太二酸菜鱼，初步证明了自身的跨界孵化能力，所以市场对新品牌怂火锅、好奇熊美蛙烤鱼充满期待，希望公司能够将太二的成功经验复制到新品牌上。另外，公司内部管理团队年轻充满活力，且通过一系列创始团队持股等方式完成利益的绑定，行业横向对比公司管理体系也有较强的先进性。在现有逐渐完善供应链基础上，叠加公司资金优势以及灵活的管理体系，公司未来有望成为平台型的餐饮企业，不断孵化出新的惊喜。

呷哺呷哺：呷哺关注新模型改善进程，利益机制理顺为中期成长关键

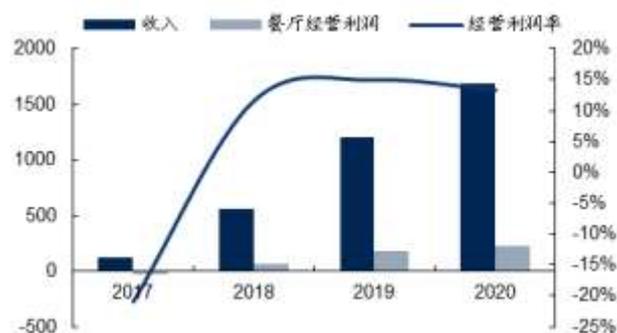
呷哺进入成熟期，模型优化带动同店企稳为重中之重。与九毛九不同，呷哺呷哺传统业务小火锅呷哺餐厅门店、收入占比仍较大，2019 年收入占比超 7 成，且公司近年来倾注了较大精力对呷哺餐厅模型进行改善，考虑到呷哺未来在集团内仍将占据比较重要的位置，所以未来呷哺餐厅的经营改善带来的同店企稳对公司尤为重要。财报数据显示，其实 2019H2 翻座率、同店增速较之 2019H1 已有改观，但 2020 年疫情出现打断复苏节奏，疫情期间推行 light pot 新模型（套餐+下午茶+散台占比提高），初期试点效果相对良好，同时未来开店节奏也会更为稳健（21 年预计 100 家左右），参考 2016-2018 年估值复盘，若呷哺同店增速企稳回升，基本盘的回暖预计将带动公司估值回升，但最终改善效果仍需观察

图 46：2017 年以来呷哺餐厅、湊湊收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 47：湊湊收入及餐厅层面经营利润表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

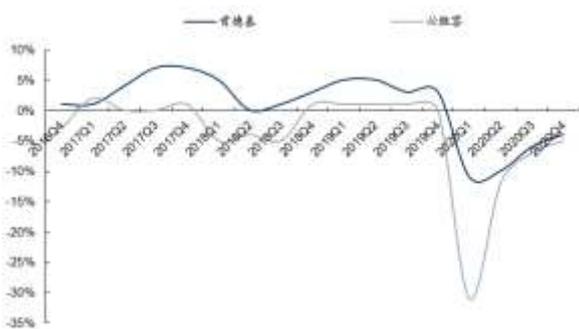
湊湊势头良好，第二成长曲线已基本成型，理顺利益机制为关键。根据公司披露数据，经过 16-17 年培育期，湊湊 18 年以来门店模型成熟进入盈利阶段，经营利润率基本稳定在 15% 左右，2020 年实现餐厅层面经营利润 2.3 亿元，已接近呷哺呷哺体量（呷哺体量更大疫情受损更大）。**门店扩张也逐年提速**，17-20 年分别新开 19、27、54、38 家，并不关店记录，预计未来年均新增 70-100 家店，整体看湊湊品牌势能在持续拉升过程中，作为公司新成长曲线的湊湊已基本成型，品牌即将进入收获期。由于上市内部呷哺品牌与湊湊分属不同团队在操盘经营，随着湊湊品牌的成熟壮大，上市公司急需出台新制度如股权激励制度、利润分享等协调双方团队的利益，与高级管理层利益进一步绑定。只有理清利益绑定机制，公司中线成长步伐才能迈得更为稳健。

百胜中国-S：核心品牌同店、扩张为基本盘，中看公司平台资源孵化

主力品牌肯德基持续下沉扩张、必胜客同店企稳是公司基本盘。疫情后主力品

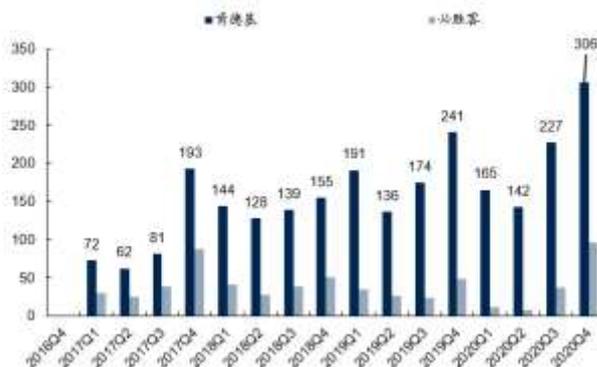
牌肯德基、必胜客均展现出较强的恢复能力，至 2020Q4 肯德基、必胜客已恢复至 19 年同期的 95 成。具体看两个品牌，**肯德基**已经展现出穿越品牌生命周期的能力，2017Q1 至今肯德基同店销售均保持正向增长（2020 年疫情影响除外），同时推出新模型“小镇模式”在 5 线城市加速扩张，2020 年新开 840 家店创下历史新高。**必胜客**近些年来同店增速有波动，预计系品牌老化、行业竞争加剧所致，公司近些年推出品牌复兴计划，通过推出早餐/下午茶/装修改造等方式提升坪效，开店节奏相对平稳，2017-2020 年分别新开 180/157/132/152 家店，未来肯德基同店增长、下沉扩张以及必胜客的环比经营改善，是公司成长的主逻辑，也是公司估值的基本盘。

图 48: 2017Q1 以来肯德基、必胜客同店销售增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 49: 2017Q1 以来肯德基、必胜客季度新开店数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

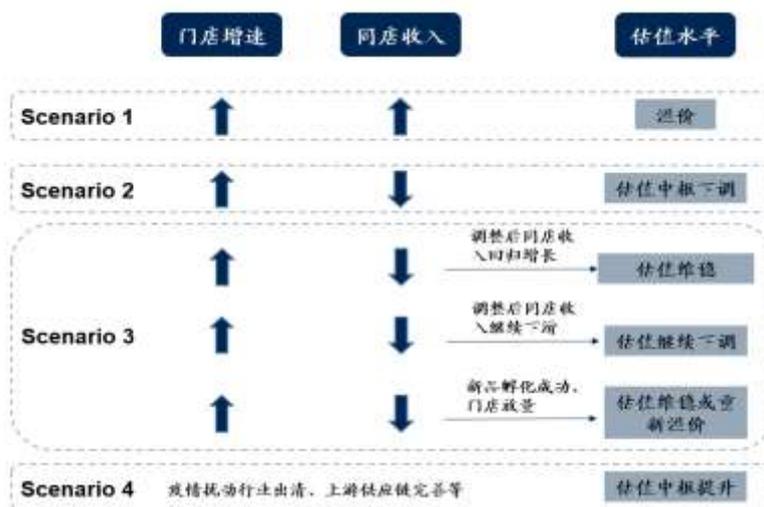
平台型公司资源支持下，中餐整合、咖啡孵化也许会有新看点。百胜中国是行业内最早名牌探索新成长曲线的餐饮巨头，2005 年孵化中式快餐东方既白，2011 年私有化收购小肥羊，包括此后的咖啡品牌、黄记煌等，公司一直坚持对新品牌的探索。同时公司也是资源禀赋最为优质的餐饮公司，成熟的供应链体系、3 亿人+的会员体系以及最早的外卖平台布局，都是公司跨界孵化新品牌的基础。目前公司推出 COFFii & JOY 和 Lavazza 两个差异化定位的咖啡品牌，未来不排除成为公司成长的新看点。总而言之，公司是中国餐饮行业行业综合实力最强的企业，核心品牌肯德基增势稳健、必胜客提供弹性增量，未来依托平台型企业的资源优势，也许会为市场创造新的成长看点。

投资建议

餐企投资需顺趋势而为之

复盘海底捞、九毛九、呷哺呷哺、百胜中国几家餐饮公司估值演变体系，我们可以把估值影响变量对公司估值的影响梳理总结为以下几种情况：

图 50：餐饮企业估值演变情景演示



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1、同店收入增长（同店翻台/座率增、减、持平都有可能），与此同时门店保持高速增长，此阶段为餐饮企业品牌强势期，业绩处于放量成长期，经过月度高频经营数据验证后，市场认可品牌确定性、成长性后，估值也会享受溢价。比较有代表的是 2020 年下旬以来的九毛九、2019.02-2019.12 的海底捞。

2、同店收入出现下滑（同店翻台/座率减），门店仍保持高速扩张（关店率增高），排除淡季等客观因素影响后，同店收入下滑意味着新店扩张导致了成熟门店的分流，也即现阶段业绩增长是以成熟门店牺牲经营效率为代价的，此阶段估值溢价不再、估值中枢下调。

3、门店扩张速度回归平稳，1）若经过企业自身调整，同店收入回归增长，企业估值会回归至正常水平，2017 年后的百胜中国为代表；2）若经过自身动态调整，同店收入仍未企稳，估值中枢会继续下滑，如 2014.12-2016.08 的呷哺呷哺、2018.09-2020.01 的呷哺呷哺；3）若餐企传统品牌确实进入下滑期，但公司积极孵化培训新成长曲线，随着新品牌的验证放量，估值一般会企稳、甚至重新享受溢价，如 2020 年以来的呷哺呷哺。

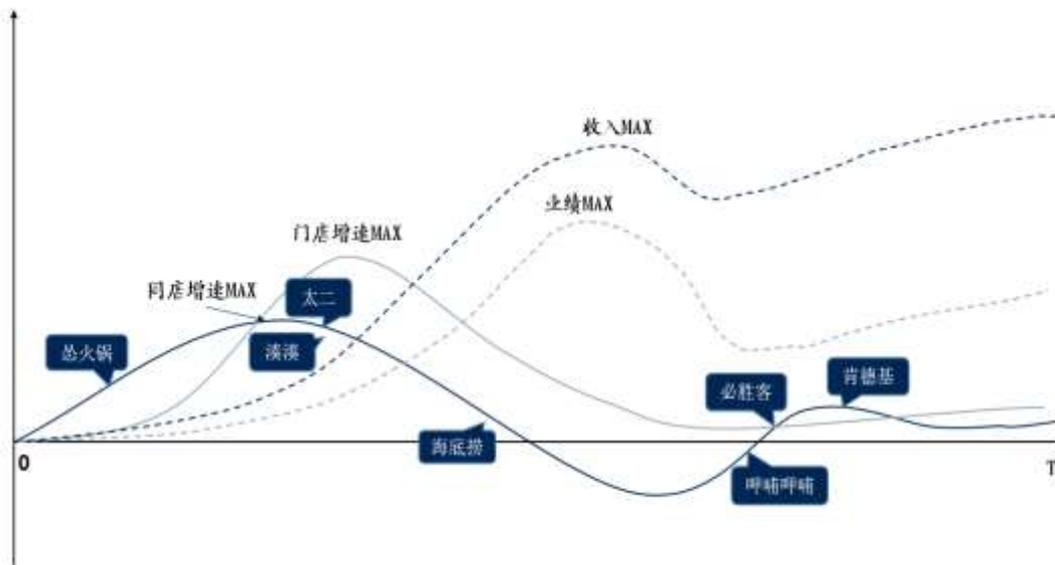
4、除去同店收入增速、门店扩张、品牌孵化带来企业成长逻辑变化导致的估值演变外，还存在行业外界因素带来的整体估值提升的情况，如疫情下中小企业出清、头部份额集中，上游供应链完善带来下游连锁率提升等情况带来的系统性估值提升的情况，如 2020 年 4 月-12 月以来餐饮行业的牛市。

把握餐饮品牌的黄金成长期

海底捞疫情影响+门店快速扩张后短期同店翻台显现一定压力，未来关注强大管理体系下运营调整效果与新成长曲线的孵化；九毛九太二正处黄金发展期，但

短期估值已相对较高，公司积极孵化新品牌，需要时间换空间；呷哺呷哺未来一看呷哺改善，二看湊湊放量，短期理清各团队利益平衡是关键；百胜中国核心关注肯德基/必胜客同店经营，平台型企业未来或许会创造惊喜，综合考虑“企业发展阶段+赛道格局+治理”选股准则，推荐九毛九、海底捞、百胜中国-S、呷哺呷哺。

图 51: 港股上市公司餐饮品牌所处发展阶段图



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032