

# 餐饮行业系列研究之四——疫情压力测试篇

## 疫情大考检验经营底色，逢低布局强现金流&高确定性龙头

超配

### 核心观点

**餐饮行业倒V型复苏，疫情仍为核心变量。**2020年初国内疫情爆发，2020Q1餐收承压下滑43%；但其后推进复工复产，进入复苏通道，10月行业收入增速已同比转正(+0.1%)。进入2021年，基数效应带动下Q1-2延续复苏态势；但下半年国内疫情反复，8/11/12月单月收入均负增长，行业横盘。2022年以来，1-2月良好略有反弹，但3月疫情再次反复，4月餐收同比-23%二次探底，结合疫情局势&餐企高频经营数据，2022Q2行业或将继续承压筑底。

**板块复盘：终局思维—业绩逐季兑现—预期经营反转。**通过对2020年至今餐饮板块走势复盘，板块交易逻辑自2020年疫情影响行业出清、龙头集中度提升的终局思维，至2021年演变为关注餐企业绩兑现程度，经营数据（同店/门店扩张/新品牌孵化）韧性高的个股表现坚挺，若经营数据承压则股价压力相对大。进入2022年后，经过前期深度回调后板块估值处于历史底部区域，伴随国内疫情局势变化，预期变化下板块阶段有反弹行情。

**业绩&现金流疫情压力测试。业绩弹性测算**重点分析餐企在不同翻台/座率或日销假设下的归母净利润，定义未来12个月PE低于历史估值50%分位数为偏低状态，得九毛九/海伦司/海底捞2023年数据分别恢复至2021年的80%/90%/110%时，估值方处偏低位置，即九毛九、海伦司业绩弹性较强，海底捞次之。**现金流测算核心思路：期末现金流=期初现金流+进项现金流（折摊前利润）-CAPEX。**按照2022年分别恢复至2021年的50%-90%假设，海底捞2022年末在手现金流充裕，不同假设情况分别为16-71亿；九毛九在手现金流同样稳健（7.7-15.8亿元）；海伦司400家开店假设下，现金流相对有支撑（4.6-11.0亿），但630家开店假设下现金流压力较大（-0.8-6.1亿元，50%恢复程度下期末现金流为负），阶段放缓开店或为明智之举。

**餐饮公司经营近况跟踪。**九毛九模型稳定性强、历史业绩兑现程度高，且中线平台企业孵化逻辑最为顺畅；海伦司理论上业绩弹性最强（短期开店节奏或有放缓），且低线城市扩张逻辑顺畅，但模型稳定性仍需进一步验证；海底捞内部调整短期初见成效，期待火锅龙头底部反转；百胜中国-S 肯德基、必胜客竞争力仍强，跨品类孵化稳步推进；呷哺关注人事变动后经营成效。

**风险提示：疫情反复、新品牌孵化低于预期、食品安全风险等**

**投资建议：政策底/经营底/情绪底已至，逢低布局强现金流&高确定性龙头。**

3月国内疫情散发餐饮行业受制明显，且Q2高基数背景下预计增速环比回落。但2022H2随着低基数效应凸显，增速环比预计改善，且现阶段防疫政策预期较为统一和股价已经部分体现了悲观预期（估值处约后20%分位）。目前餐饮板块政策底/经营底/情绪底已至，建议逢低布局强现金流&高确定性龙头，重点关注九毛九、海伦司，关注海底捞、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	
					2022E	2023E	2022E	2023E
9922.HK	九毛九	买入	14.75	21,433	0.35	0.59	41.62	25.04
9869.HK	海伦司	买入	9.42	11,937	0.24	0.46	39.14	20.30
6862.HK	海底捞	增持	12.33	68,706	0.16	0.39	77.63	31.72
9987.HK	百胜中国-S	增持	276.78	112,546	9.15	13.52	30.26	20.46
0520.HK	呷哺呷哺	增持	2.93	3,183	0.14	0.24	21.08	12.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·行业专题

#### 社会服务·酒店餐饮

#### 超配·维持评级

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《酒店行业专题-穿越周期弹性看未来成长》——2020-07-23
- 《酒店行业专题：新一轮周期前夕，再论酒店板块投资逻辑》——2019-12-20
- 《酒店行业专题：17年量价齐升后，再论酒店周期与成长》——2018-04-13
- 《社会服务行业双周报（第30期）-五一出游低位运行 露营经济火热的冷思考》——2022-05-08
- 《财报总结及行情深度复盘-疫情仍是业绩和股价的核心变量》——2022-05-08

## 内容目录

<b>餐饮行情：倒V型复苏，疫情仍为核心变量</b> .....	<b>5</b>
行业综述：行业倒V型复苏，疫情仍为当下核心影响变量 .....	5
板块复盘：终局思维—业绩逐季兑现—预期经营反转 .....	6
<b>餐饮上市公司现金流与业绩疫情压力测试</b> .....	<b>7</b>
业绩弹性测算：海伦司、九毛九疫后复苏弹性相较更强 .....	8
现金流测算：海底捞“现金牛”，九毛九稳健，海伦司放缓开店节奏或为明智之举 .....	9
<b>餐饮公司经营近况跟踪</b> .....	<b>11</b>
九毛九：历史业绩兑现度最高，中线跨品类孵化逻辑最优 .....	11
海伦司：下沉市场扩张初步验证，门店模型稳定性仍需时间确认 .....	13
海底捞：短期聚焦内部调整，期待龙头企稳后的底部反转 .....	15
百胜中国-S：主力品牌竞争力依旧，不倦探索跨品类孵化 .....	16
呷哺呷哺：湊湊发展势头良好，关注人事变动后经营整合效果 .....	17
<b>政策底/经营底/情绪底已至，逢低布局强现金流&amp;高确定性龙头</b> .....	<b>18</b>
政策&经营&情绪底已至，基本面最差时间已过 .....	18
投资建议：疫情考验餐企经营底色，逢低优选布局强现金流&高确定性餐饮龙头 .....	21
<b>免责声明</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 2019 年至今餐饮行业月度收入规模及增速 .....	5
图 2: 2017-2021 年中国餐饮门店总数 .....	6
图 3: 2017-2021 年开关店及门店留存情况 .....	6
图 4: 2020 年以来餐饮板块行情复盘 .....	7
图 5: 2022 年以来国内每日新增确诊数 .....	8
图 6: 太二、海底捞、海伦司一线城市店数及占比 .....	8
图 7: 九毛九历史收入、归母净利润及对应增速 .....	12
图 8: 2019-2021 年九毛九西北菜、太二酸菜鱼、怂火锅开店 .....	12
图 9: 2017-2021 年三项主要成本占比 .....	12
图 10: 九毛九旗下品牌创始团队持股比例数据 .....	12
图 11: 2020-2021 年怂品牌经营数据 .....	13
图 12: 2018-2021 年海伦司收入、经调业绩及对应增速 .....	13
图 13: 2019-2022 年海伦司新增门店数据 .....	13
图 14: 2020-2021 年各线城市经营利润 .....	14
图 15: 2018-2021 年海伦司三项期间费用率 .....	15
图 16: 2018-2021 年雇员数目 .....	15
图 17: 公司各线城市整体翻台率 .....	15
图 18: 公司各线城市客单价变化 .....	15
图 19: 海底捞“啄木鸟”计划 .....	16
图 20: 海底捞 2020 年以来月度开店节奏 .....	16
图 21: 2017Q1-2022Q1 百胜中国-S 收入、归母业绩及增速 .....	16
图 22: 2017Q1 至今百胜中国单季度新开门店数量 .....	16
图 23: 2017-2021 年公司收入、业绩及同比增速 .....	17
图 24: 2017-2021 年营业收入按品牌划分 .....	17
图 25: 2017-2021 年呷哺呷哺、湊湊门店数及同比增速 .....	18
图 26: 2019-2021 年湊湊门店分布 .....	18
图 27: 九毛九、海底捞、海伦司、百胜中国-S 同店销售恢复情况 .....	20
图 28: 九毛九、海底捞、海伦司、百胜中国-S、呷哺呷哺未来 12 个月市场一致预期市盈率 .....	21
图 29: 年初至今港股餐饮板块沪深港通持股比例 .....	22

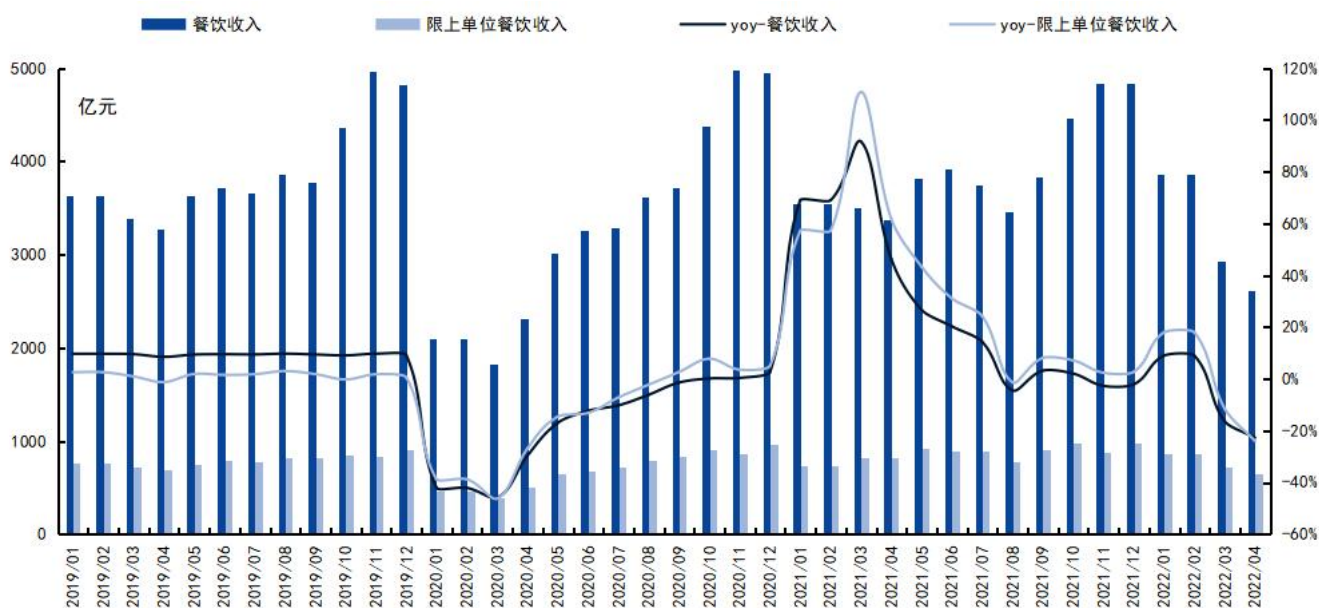
表1: 海底捞、海伦司、九毛九不同翻台率恢复节奏假设下, 公司净利润弹性测算 .....	9
表2: 2022年, 九毛九不同翻台率恢复情况下现金流测算 .....	10
表3: 2022年, 海伦司不同翻台率恢复情况下现金流测算 (2022年新增400家门店) .....	10
表4: 2022年, 海伦司不同翻台率恢复情况下现金流测算 (2022年新增630家门店) .....	11
表5: 2022年, 海底捞不同翻台率恢复情况下现金流测算 (2022年新增45家门店) .....	11
表6: 2020-2021年海伦司酒馆日均销售额 .....	14
表7: 截至2022年5月16日, 各城市防疫政策梳理 .....	19

## 餐饮行情：倒V型复苏，疫情仍为核心变量

### 行业综述：行业倒V型复苏，疫情仍为当下核心影响变量

2020年以来餐饮业复苏走势整体呈倒V型。2020年初国内爆发疫情，2020Q1餐饮行业收入6026.3亿元，同比承压大幅下滑43.38%，但3月下旬起国内开始推进复工复产，餐饮行业进入复苏通道环比不断走高，截至2020年10月餐饮行业收入增速已同比转正。进入2021年，基数效应影响下餐饮行业收入恢复节奏持续走高，2021Q1前三个月收入分别同增68.93%/68.93%/91.62%。但其后国内疫情反复，扰动了餐饮行业的复苏节奏；进入7月，云南、江苏先后爆发疫情，随后疫情形势进一步扩散，餐饮行业整体恢复也环比走低，其中8月、11月、12月单月收入均为负增长，板块恢复节奏整体横盘。2022年以来，1-3月餐饮收入增速分别为8.9%/8.9%/-16.4%，年初2个月整体表现相对良好，但进入3月以来，吉林、山东、上海、广东等多地疫情又再次反复，4月餐饮收入同比-22.7%继续探底，结合目前疫情局势，预计2022Q2整体经营压力仍不小。纵观2020年以来餐饮板块的复苏走势，整体呈现倒V型走势，疫情是影响板块复苏的核心变量。

图1：2019年至今餐饮行业月度收入规模及增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

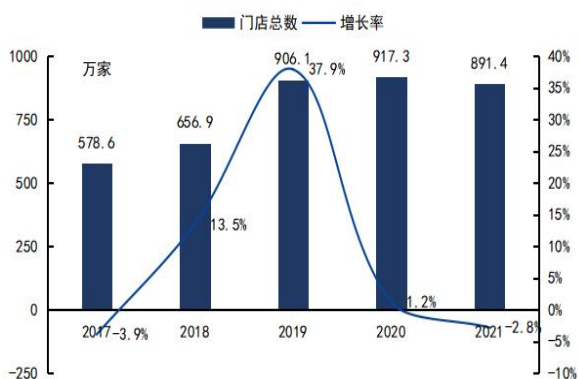
注：由于1-2月数据不单独披露，故1/2月餐饮收入取平均值处理

微观角度来看，2020H2行业疫后迅速回暖，但2021年整体承压，目前疫情局势仍相对承压。辰智餐饮数据库显示，2019-2021年，中国餐饮门店总数（不含港澳台地区数据）分别为906.1万、917.3万、891.4万家，门店增速分别为37.9%/1.2%/-2.8%。分年度看，2020H1国内出现大规模闭店潮，但最终2020年门店总数依旧正增长，系3月以来复工后国内消费爆发式复苏，带动了餐饮行业的整体回暖。进入2021年后，结合前文分析，国内疫情又有反复扰动了行业复苏节奏，且房地产/教育/互联网等重点行业也出台了相对强力的监管政策，短期可能也会部分从业群体的消费活动产生一定的扰动。2019-2021年关店率分别为

33.8%、41.8%、60.9%同比逐年升高，且2021年关店率超过开店率，最终行业门店总数呈负增长态势，2021年整体表现承压。

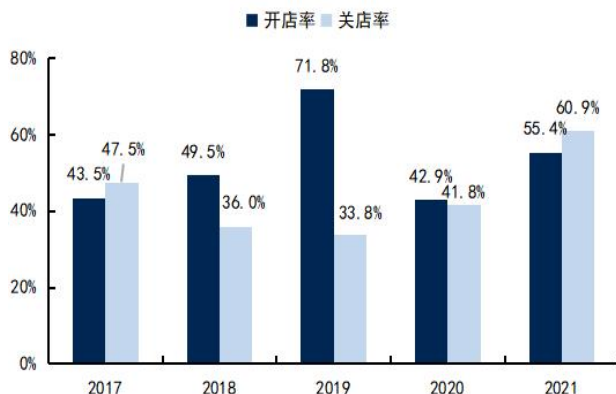
**结合近期京沪疫情蔓延局势来看，行业整体外部形势仍相对承压，近期国内散发的疫情局势，对餐饮行业公司的现金流充裕程度都是不小的考验。**

图2：2017-2021年中国餐饮门店总数



资料来源：辰智餐饮数据库，国信证券经济研究所  
注：不含港澳台地区数据

图3：2017-2021年开店及关店情况



资料来源：辰智餐饮数据库，国信证券经济研究所  
注：不含港澳台地区数据

## 板块复盘：终局思维—业绩逐季兑现—预期经营反转

本文将2020年至今餐饮板块走势进行复盘，板块背后交易逻辑从2020年的疫情下行业出清、龙头集中度提升的终局思维，至2021年演变为关注餐饮公司业绩兑现程度，经营数据（同店收入、门店扩张节奏、新品牌孵化）韧性高、业绩符合预期的个股股价表现坚挺，而经营数据承压严重的公司则股价压力相对大。进入2022年后，经过前期深度回调后，板块估值处于较低位置，伴随国内疫情企稳，板块阶段有反弹行情，具体板块复盘如下：

1) 国内疫情爆发，股价承压回调（2020.01-2020.03中旬）：2020年初疫情爆发，国内各地门店阶段暂停营业，疫情扰动市场情绪下，餐饮板块个股由前期高点普遍承压回调20%+。

2) 复工复产推进，终局思维定价（2020.04-2021.02）：2020年4月起，国内疫情率先得到控制，门店逐步恢复营业，经营状况回暖。复工复产有序进行、龙头逆势扩张下，对于连锁消费业态市场采用终局思维方式定价，餐饮板块走出绚丽且极致的行情，期内海底捞股价有翻倍表现，而九毛九、呷哺呷哺则上涨超200%。

3) 经营数据分化，个股走势差异（2021.02-2021.07）：此阶段国内虽有阶段疫情扰动（华北、华南疫情散发）但板块公司经营数据表现分化，其中海底捞、呷哺呷哺复苏节奏放缓（部分月份环比有下滑，其中呷哺呷哺预计也受人事变动影响），而九毛九整体较为坚挺，本阶段个股走势分化，期内海底捞、呷哺承压回撤；但九毛九则相对坚挺，核心在于商业模式不同带来复苏节奏的差异。

4) 疫情大面积反复，叠加龙头关店影响，板块承压回撤（2021.07-2021.11）：疫情扰动加剧，福建、西北、江苏等地先后散发，餐饮公司同店恢复节奏均明显放缓；其次，海底捞宣布啄木鸟计划，年底前关闭300家门店，市场对餐饮行业远期扩张空间产生担忧，板块估值大幅承压回撤。

5) 板块横盘震荡，预期复苏期（2021.12-至今）：国家疫情防控经验越来越成熟，且防疫专家多次公开表态，市场预期冬奥会后、两会后会有防疫政策的边际放松，板块年初以来有所表现，其中以九毛九反弹最为明显超 50%+。但其后一方面国内防疫政策并未明显松绑，其次叠加外延地缘冲突影响，板块整体普跌。目前国内疫情局势仍相对承压，2022Q2 层面预计持续承压，但在困境反转预期下，板块又有阶段反弹行情。

图4：2020年以来餐饮板块行情复盘

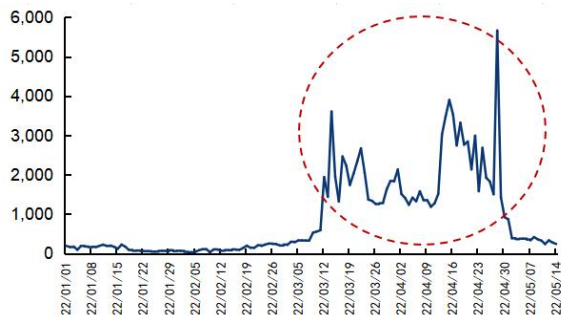


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 餐饮上市公司现金流与业绩疫情压力测试

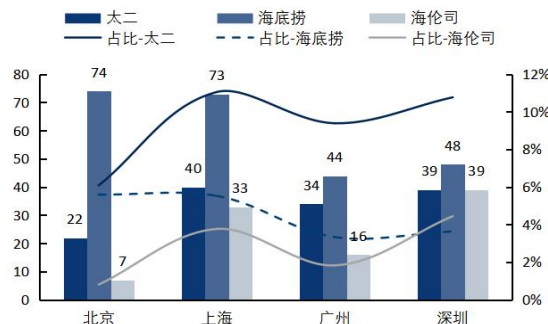
国内反复的疫情仍为餐饮公司现阶段影响的主变量。2022 年以来，1-2 月国内疫情形势相对稳定，但 3 月中旬以来国内疫情再次反复，且各地呈现散发蔓延态势，广东、上海、北京等一线城市先后遇疫情，对餐企日常经营产生较大影响。一线城市向来是餐饮企业战略布局重地，目前上海、北京等地疫情仍然较为承压，本章节主要从上市公司业绩弹性与现金流充裕度两个角度，分析九毛九、海伦司、海底捞三家公司当下的现金流与业绩弹性情况。

图5: 2022 年以来国内每日新增确诊数



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 太二、海底捞、海伦司一线城市店数及占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 业绩弹性测算：海伦司、九毛九疫后复苏弹性相较更强

业绩弹性测算部分重点分析九毛九、海伦司、海底捞的在不同翻台/坐率假设下的业绩弹性，即假设某一公司 2022 年翻台/坐率恢复至 2021 年的 70-105%，计算得出对应公司的归母净利润情况，具体假设及测算结果如下：

**1、数据比较基准：**2021 年翻台/坐率水平为测算比较基准，翻台率恢复假设区间为 70%-105%，2022-2023 年比较基准均为 2021 年数据（105%，系 2023 年翻台率恢复至 2021 年的 108%）。其中九毛九为核心品牌太二酸菜鱼翻台率恢复节奏为核心变量，而其他品牌九毛九西北菜、怂等品牌假设与 2021 年整体持平；海伦司、海底捞均为主品牌海伦司酒馆（日销恢复程度）、海底捞餐厅恢复情况。

**2、成本端：**1) **固定成本：**人员薪酬、租金及使用权资产折旧、其他资产折旧及摊销、融资成本等为固定不变成本，其中人员薪酬（不考虑人员超储）、租金及使用权资产折旧（不考虑租约结构变化，如保底变扣点租金）、其他资产折旧等成本规模为与门店扩张节奏相匹配，而融资成本等则假设与 2021 年相同；2) **可变成本：**原材料成本、水电开支、差旅及相关费用均为可变成本，其中 2022 年成本费用占比与 2021 年水平相当，2023 年同比小幅改善，具体成本假设因公司而异。

**3、门店扩张节奏：**九毛九旗下太二酸菜鱼 2022-2023 年分别新增 150 家、160 家，怂火锅 2022-2023 年分别新增 10、15 家，九毛九西北菜假设门店数目不变；海伦司假设 2022-2023 年分别新开 400 家、500 家，需说明的是此假设低于前期 IPO 指引的 630、900 家，系疫情下若按原计划大规模展店，会对集团现金流带来较大压力，故本次测算假设相对保守；海底捞 2022-2023 年分别净增-17 家、126 家（考虑到啄木鸟计划仍会奏效，故采用门店净增数据）。



**表1：海底捞、海伦司、九毛九不同翻台率恢复节奏假设下，公司净利润弹性测算**

公司名称	总市值 亿港元	2019年 归母业绩	2022年预测数据			2023年预测数据			CAGR PE (2019-2023)	假设条件
			(以2021年 为基数)	归母业绩	PE	(以2021年 为基数)	归母业绩	PE		
九毛九	238	1.64	105%	7.54	27	105%	11.50	18	63%1、表中数据主要指太二酸菜鱼品牌恢复情况，其他品牌整体保持持平。 2、开店节奏：2022年新开150家太二酸菜鱼（暂不下调）、10家怱；2023年太二新开160家、怱15家。 3、成本端：1）人工成本为最为刚性的指标；2）食材成本相对正相关；3）租金成本存在一定优化空间。	
			100%	6.53	32	100%	10.09	20		
			95%	5.52	37	95%	8.68	24		
			90%	4.52	46	90%	7.28	28		
			85%	3.51	59	85%	5.87	35		
			80%	2.50	82	80%	4.46	46		
			75%	1.49	138	75%	3.05	68		
			70%	0.48	428	70%	1.64	125		
			0%							
海伦司	133	0.79	105%	5.53	21	105%	7.99	14	1、同店与新开店均以2021年为基数 2、开店节奏：2022年新增400家、53%2023年500家。 3、成本端：1）人工成本为最为刚性的指标；2）食材成本相对正相关；3）租金成本存在一定优化空间	
			100%	4.72	24	100%	6.78	17		
			95%	3.91	29	95%	5.58	21		
			90%	3.11	37	90%	4.38	26		
			85%	2.30	50	85%	3.17	36		
			80%	1.49	77	80%	1.97	59		
			75%	0.68	169	75%	0.76	151		
			70%	-0.12	-	70%	-0.44	-		
			-1%							
海底捞	741	23.45	115%	15.06	43	130%	45.95	14	1、门店翻台恢复节奏均以2021年比较基准 2、开店节奏：2022年为净关店状态；2023年新开150家； 3、成本端：1）人工成本为最为刚性的指标，且公司暂无优化人员打算；2）食材成本占比与收入规模相对正相关；3）租金成本存在一定优化空间。	
			110%	8.19	78	125%	38.19	17		
			105%	1.33	482	120%	30.44	21		
			100%	-5.53	-	115%	22.69	28		
			95%	-12.40	-	110%	14.93	43		
			90%	-19.26	-	105%	7.18	89		
			85%	-26.13	-	100%	-0.58	-		
			80%	-32.99	-	95%	-8.33	-		
			-							

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

注：总市值为截至2022年5月13日市值；汇率为RMB/HKD=0.8649

**若我们定义未来12个月估值低于历史估值区间50%分位数为估值偏低状态**，由上表测算结果可知，可知当**九毛九2023年数据翻座率恢复至2021年的80%以上时**，其2023年PE估值将处于历史估值【21x, 95x】的偏低位置；当**海伦司日销水平恢复至2021年的90%以上时**，其2023年PE估值将处于历史估值区间【14x, 48x】的偏低位置；而当**海底捞2023年翻台率恢复至2021年110%以上时**，公司2023年PE估值将处于历史估值区间【21x, 74x】的偏低位置。因此，以2021年经营数据为比较基础，**海伦司、九毛九两家公司业绩恢复弹性相对较强，而海底捞受则需呈现更强的恢复态势才能匹配当期估值。**

## 现金流测算：海底捞“现金牛”，九毛九稳健，海伦司放缓开店节奏或为明智之举

在讨论疫情后业绩恢复弹性时，前提是公司能够顺利度过本轮疫情期，而公司能够存在的前提则是现金流充裕，因为本章第二部分我们重点分析九毛九、海伦司、海底捞的2022年现金流情况，具体测算思路与相关假设罗列如下：

1、**本期现金流入**：1) **归属母公司净利润**：具体取决于翻台/座率或门店日销恢复至2021年同期的何种程度；2) **加回/扣除实际未付现的费用/收益**：主要包括各类减值准备（固定资产减值准备、无形资产减值准备、信用减值损失）、本期计提的折旧摊销、属于投资活动或筹资活动计提的财务费用以及营运资本变化（由于存货、应收、应付项目更多取决于公司自身在上下游的议价力与自身主动经营决策，故本文测算中假设营运资本变化为0）。

2、**本期现金支出**：核心为CAPEX，主要包括门店开办成本、固定资产购置成本（如

2022年初海伦司斥资2.23亿收购办公物业)等。其中**九毛九**2022年假设新开150家太二酸菜鱼、10家怂火锅；**海伦司**假设2022年新开400家直营酒馆，同时由于公司IPO原计划新开630家酒馆，本次测算同样测算当上市公司按原计划新开630家门店时，集团彼时现金流情况；**海底捞**假设2022年新开45家海底捞餐厅。

**3、测算核心思路：期末现金流=期初现金流+进项现金流（折摊前利润）-CAPEX。**

**九毛九现金流整体稳健，不同翻台率假设下期末现金流为7.71-15.78亿元。**按照2022年太二新开150家、怂火锅新开10家门店，再考虑部分固定资产购置成本预计2022年CAPEX约4.63亿元。按照翻座率从50%至90%情况考虑（不考虑90%以上情况，主要测试经营压力较大的情形），归母净利润加回调整项后，**仅翻座率恢复低于80%时，整体现金流为负流出。**但即使翻座率恢复低于2021年的50%，依靠自身期初现金流积累，期末在手现金仍高达7.71亿元。整体而言，**在九毛九历史稳健的开店策略以及较强的品牌势能支撑下，公司2022年在手现金流稳健。**

表2：2022年，九毛九不同翻台率恢复情况下现金流测算

翻座率恢复（2021年为基数）	归母业绩加回：D&A/资产减值/权益结算股权激励等	折摊前利润	CAPEX	2022年初现金（亿）	2022年末现金流（亿）
90%	4.52	2.47	4.63	13.42	15.78
85%	3.51	2.47	4.63	13.42	14.77
80%	2.50	2.47	4.63	13.42	13.76
75%	1.49	2.47	4.63	13.42	12.75
70%	0.48	2.47	4.63	13.42	11.74
65%	-0.53	2.47	4.63	13.42	10.73
60%	-1.54	2.47	4.63	13.42	9.72
55%	-2.54	2.47	4.63	13.42	8.72
50%	-3.55	2.47	4.63	13.42	7.71

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**海伦司400家开店假设下，现金流相对有支撑，但630家开店假设下现金流压力较大。**若按照2022年海伦司新开400家门店假设（表3），考虑固定资产购置成本（斥资2.23亿收购办公物业），预计2022年CAPEX约9.98亿元。按照门店日销恢复从50%至90%情况考虑（不考虑90%以上情况，主要测试经营压力较大的情形），归母净利润加回调整项后，**2022年折摊前利润难以覆盖全年CAPEX。**在门店日销恢复仅为2021年的50%，依靠IPO及经营现金流积累，期末在手现金为4.55亿元，整体而言相对有支撑，**在疫情恢复后依靠自身门店回收现金能够支撑次年展店。**若按照2022年海伦司新开630家门店假设（表4），预计CAPEX约14.43亿元，若2022年日销收入仅恢复至2021年50%，期末在手现金流将为负值，即公司IPO募集资金将消耗殆尽（仅为理论测算结果），**故在当前日销收入水平低位运行下，选择相对保守的开店策略或为正确之举。**

表3：2022年，海伦司不同翻台率恢复情况下现金流测算（2022年新增400家门店）

门店日销恢复（2021年为基数）	归母业绩加回：D&A/资产减值/权益结算股权激励等	折摊前利润	CAPEX	2022年初现金（亿）	2022年末现金流（亿）
90%	3.11	1.61	9.98	16.27	11.01
85%	2.30	1.61	9.98	16.27	10.20
80%	1.49	1.61	9.98	16.27	9.40
75%	0.68	1.61	9.98	16.27	8.59
70%	-0.12	1.61	9.98	16.27	7.78
65%	-0.93	1.61	9.98	16.27	6.97
60%	-1.74	1.61	9.98	16.27	6.16
55%	-2.55	1.61	9.98	16.27	5.36
50%	-3.36	1.61	9.98	16.27	4.55

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表4：2022年，海伦司不同翻台率恢复情况下现金流测算（2022年新增630家门店）

门店日销恢复 (2021年为基数)	归母业绩加回：D&A/资产减值/权益结算股权激励等	折摊前利润	CAPEX	2022年初现金(亿)	2022年末现金流(亿)	
90%	2.64	1.61	4.25	14.43	16.27	6.09
85%	1.78	1.61	3.39	14.43	16.27	5.23
80%	0.92	1.61	2.53	14.43	16.27	4.37
75%	0.06	1.61	1.67	14.43	16.27	3.51
70%	-0.80	1.61	0.81	14.43	16.27	2.65
65%	-1.66	1.61	-0.05	14.43	16.27	1.79
60%	-2.52	1.61	-0.91	14.43	16.27	0.93
55%	-3.38	1.61	-1.77	14.43	16.27	0.07
50%	-4.24	1.61	-2.62	14.43	16.27	-0.79

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

海底捞在手现金流充裕，“啄木鸟”策略度过疫情寒冬基本无虞。按照2022年海底捞新开45家餐厅，考虑部分固定资产购置成本预计2022年CAPEX约5.00亿元。按照翻座率从50%至90%情况考虑（不考虑90%以上情况，主要测试经营压力较大的情形），归母净利润加回调整项后，当翻座率恢复低于80%时，整体现金流为负流出，当翻台率恢复仅达到2021年50%时，期内现金流出30亿+。但由于海底捞期初在手现金高达57.67亿元，即使最快情况下期末在手现金高达16.45亿元。考虑到公司仍处啄木鸟计划内部调整中，CAPEX支出整体稳健，纵使2022年疫情承压严重，但充裕的在手现金流依旧可抵御疫情寒冬。

表5：2022年，海底捞不同翻台率恢复情况下现金流测算（2022年新增45家门店）

翻台率恢复(2021年为基数)	归母业绩加回：D&A/资产减值/权益结算股权激励等	折摊前利润	CAPEX	2022年初现金(亿)	2022年末现金流(亿)	
90%	-19.26	37.95	18.69	5.00	57.67	71.36
85%	-26.13	37.95	11.82	5.00	57.67	64.49
80%	-32.99	37.95	4.96	5.00	57.67	57.63
75%	-39.85	37.95	-1.90	5.00	57.67	50.77
70%	-46.72	37.95	-8.77	5.00	57.67	43.90
65%	-53.58	37.95	-15.63	5.00	57.67	37.04
60%	-60.44	37.95	-22.49	5.00	57.67	30.18
55%	-67.31	37.95	-29.36	5.00	57.67	23.31
50%	-74.17	37.95	-36.22	5.00	57.67	16.45

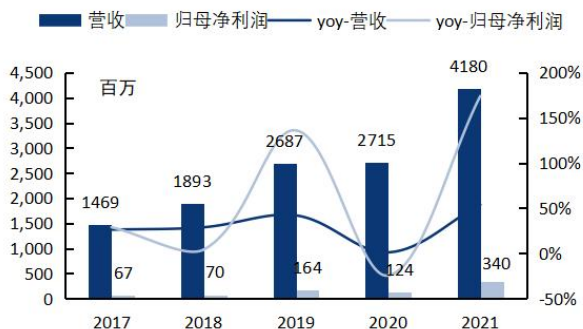
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 餐饮公司经营近况跟踪

### 九毛九：历史业绩兑现度最高，中线跨品类孵化逻辑最优

九毛九是餐饮板块中历史业绩兑现度最高的标的。复盘疫情以来九毛九经营表现，2020年收入逆势同比增长1.02%，归母净利润1.24亿元，承压下滑24.54%，但2020H2收入17.65亿元，同比+21.7%，经调纯利2.31亿，同比+130.0%，国内复工后经营数据迅速恢复。2021年尤其下半年国内疫情仍有反复，但全年收入41.80亿元，同比+53.96%，归母净利润3.40亿元，同比+174.00%，逆势依旧盈利。纵观整个餐饮板块，在餐饮板块整体受制疫情经营数据承压下滑大环境下，九毛九过往几年均实现盈利，**业绩兑现程度确实领先餐饮同业，背后核心依赖太二的强品牌力与公司稳健的经营策略。**

图7：九毛九历史收入、归母净利润及对应增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图8：2019-2021年九毛九西北菜、太二酸菜鱼、怂火锅开店



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

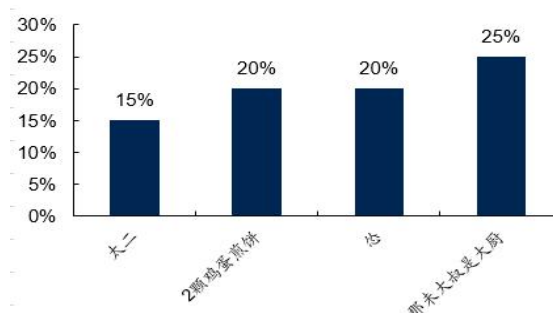
2021年各项成本占比均有所优化，表征品牌门店模型自身优化能力较强。疫情下模型稳定程度重点关注原材料、员工薪酬以及租金占比成本占比情况，若某一项成本占比出现异常上升，代表公司疫情应对策略略显激进或者模型自身优化能力仍有较大提升空间。2021年原材料、员工薪酬以及租金（包括使用权折旧）分别同比-1.76%/-2.26%/-0.27%，依靠太二极为精简模型带动，配合公司一向偏稳健的经营策略，期内公司各项成本占比均有所优化，展现出较强的模型优化能力。

图9：2017-2021年三项主要成本占比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

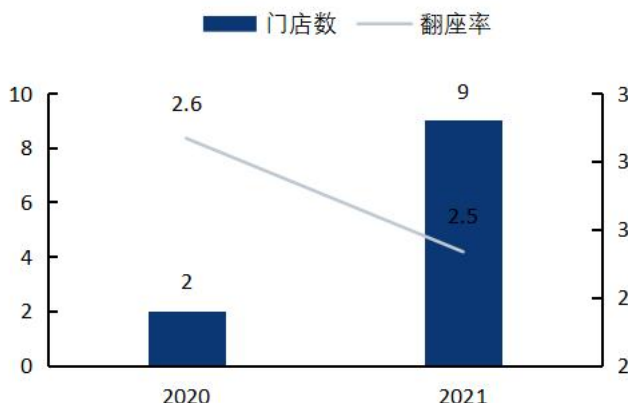
图10：九毛九旗下品牌创始团队持股比例数据



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

管理体系加持，跨品类孵化逻辑最为顺畅。前期我们撰写的九毛九深度报告《太二疫后展店提速，平台战略稳步推进》，对公司内部管理体系有过较为详细的阐述。九毛九采用创始团队持股&赛马机制：1) 股权绑定激励，太二与怂火锅（未来）团队均有预留股权，激发创业热情；2) 内部赛马机制：团队之间赛马，但不同品牌优势互补、相互学习扬长避短。此外，2021年9月5日，公司以总代价为人民币3亿元购买公司间接非全资附属公司太二餐饮的3%股权。本次少数股权收购是对太二创始团队及核心高管激励的兑现，预计将在公司内部对其他品牌团队起到良好的示范效应。整体而言，九毛九新品牌目前平稳推进中，怂火锅2022年拟新开10家新店，呈翻倍增长态势。

图11：2020-2021 年怂品牌经营数据



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 海伦司：下沉市场扩张初步验证，门店模型稳定性仍需时间确认

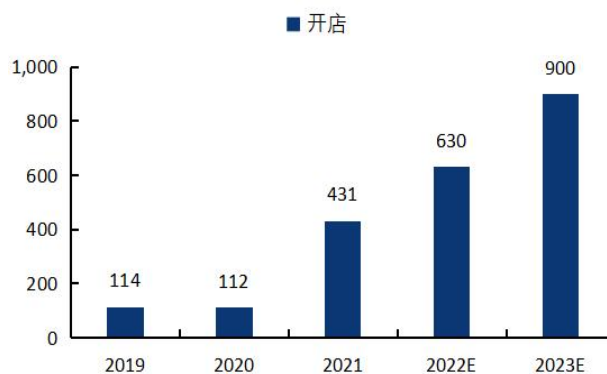
理论上疫情弹性最强标的，短期开店策略相对谨慎。2021年，海伦司实现收入18.36亿元，同比+124.4%，经调整净利润1.00亿元，同比+32.3%，其中2021H2，公司实现收入9.68亿元，同比+60.5%，经调整净利润0.20亿元，同比-79.2%，21H2业绩大幅下滑主要系Q3部分门店疫情停业及人员超储等因素综合影响。按照IPO招股书2022-2023年开店规划630、900家（门店同比增速为80.56%、63.74%），结合前文业绩弹性测算，在疫情企稳后门店日销逐步回暖前提下，海伦司理论上拥有最强的业绩弹性。但考虑到目前疫情形势仍相对承压，且公司阶段开店策略也更为谨慎，整体成长中枢有待疫情企稳后进一步确认。

图12：2018-2021 年海伦司收入、经调业绩及对应增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图13：2019-2022 年海伦司新增门店数据



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

注：2022-2023年新增门店数为630、900为招股书数据，此数据会根据疫情动态调整

海伦司低线市场经营成效高于北上广深，下沉扩张成效初步验证。自2021年报披露数据看，成熟门店（2021年之前开业的酒馆）日均销售额对比而言，三线及以下城市酒馆为1.22万元，高于二线城市的1.18万元/一线城市的1.02万元，公司酒馆模型在下沉市场经营成效相对更好。从经营利润贡献来看，二线及三线以下城市为公司盈利核心来源，且公司未来新增门店计划中，同样是重点发力低

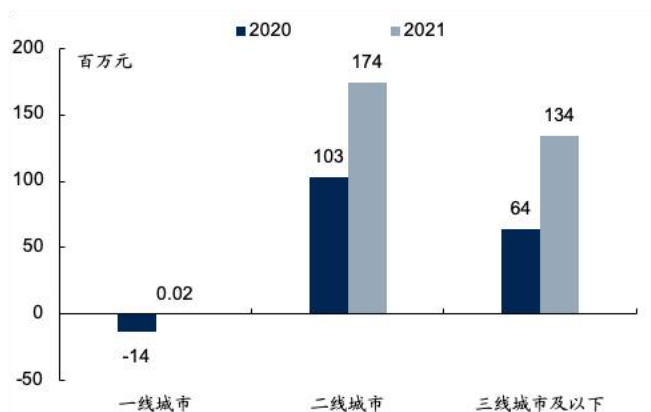
线城市。与九毛九、海底捞等品牌一线模式跑通后，尝试下沉市场扩张相反（可能会出现下沉市场水土不服），海伦司本身下沉市场经营能力已经得到初步验证，且部分城市已经进入多年，下沉市场消费者接受度低风险相对较小。

表6：2020-2021年海伦司酒馆日均销售额

人民币千元	2021年	2020年
<b>中国内地</b>		
<b>一线城市酒馆</b>		
其中：2021年新开的酒馆	11.9	不适用
2021年之前开业的酒馆	10.2	8.5
<b>二线城市酒馆</b>		
其中：2021年新开的酒馆	6.2	不适用
2021年之前开业的酒馆	11.8	11.4
<b>三线及以下城市酒馆</b>		
其中：2021年新开的酒馆	8.0	不适用
2021年之前开业的酒馆	12.2	10.9

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：2020-2021年各线城市经营利润



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

疫情扰动人工成本占比提升，模型成熟度可能需更长时间去验证。从2018至2021年各项成本占比情况看，依靠自身产品战略推进，原材料成本占比稳中有降，2021年同比-1.8pct，核心来自公司面向上游供应商较强的议价能力；使用权资产折旧占比12.0%，同比-0.9pct，预计系租金议价能力提升及门店结构影响；但期内公司员工成本占比31.7%，同比+9.8pct，主要系员工提薪、上市新缴社保以及员工超员储备所致。整体而言，公司门店经营收入端景气度依旧延续，但受上市合规性要求以及员工超员储备战略影响，短期员工成本大幅度上升，进而致使市场对海伦司门店模型成本端稳定程度也略有担忧，我们判断市场可能需要更长时间进一步验证海伦司门店模型的稳定性。

图 15: 2018-2021 海伦司三项期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 2018-2021 年雇员数目

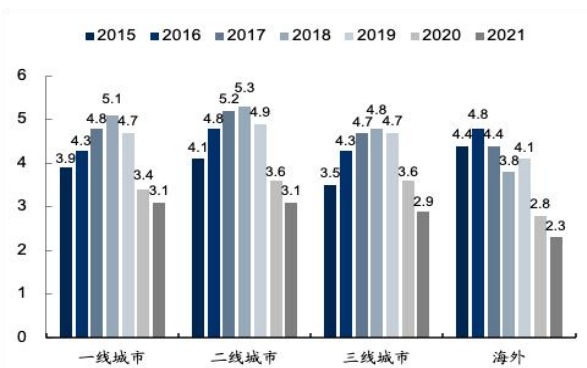


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 海底捞: 短期聚焦内部调整, 期待龙头企稳后的底部反转

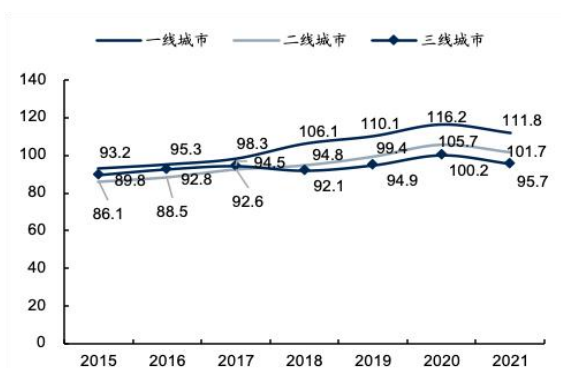
疫情&开店策略综合影响下, 2021 年客单价与翻台率均承压。2021 年, 公司整体人均消费为 104.7 元, 同比-4.9%, 分城市等级来看, 1-3 线城市客单价分别为 111.8、101.7、95.7 元, 分别同比-3.8%、-3.8%、-4.5%, 受 2020H2 餐饮需求报复式恢复影响客单价相对高基数以及公司期内推行“半份菜”影响(背景是国家提倡光盘行动), 各线城市客单价均有不同程度下降。翻台率方面, 2021 年, 公司平均翻台率为 3.0 次/-0.5 次, 分城市等级来看, 1-3 线城市及海外城市翻台率分别为 3.1、3.1、2.9、2.3 次/天, 分别同比-0.3/-0.5/-0.7/-0.5 次/天, 一线城市翻台下滑幅度略优于低线城市; 分门店类型来看, 新开门店翻台率为 2.4 次/-0.4 次/天, 现有门店翻台率为 3.1 次/-0.6 次/天。

图 17: 公司各线城市整体翻台率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 公司各线城市客单价变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

因此, 公司推出啄木鸟计划, 阶段放缓开店节奏, 目前调整效果已初步显现。2021 年 11 月初公司推出“啄木鸟计划”, 根据公司年报, 截至 2021 年底合计已有 260 家海底捞餐厅永久关闭, 32 家餐厅暂时停业调整。公司内部将采购、研发、销售一体化, 新菜推广方面反馈良好。根据公司反馈, 2022 年 1-2 月以来, 公司整体/可比翻台率已经恢复超过 2021 年同期, 且新开门店翻台率提升显著。经过一个季度的内部调整, 啄木鸟计划在翻台率恢复方面调整效果初步显现, 但公司 2022

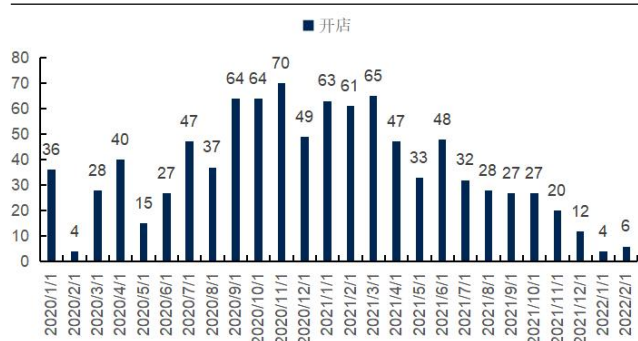
年 1-2 月仅新开约个位数门店，后续还需关注公司重启扩张的节奏。

图 19: 海底捞“啄木鸟”计划

举措一	持续关注经营业绩不佳的门店（含海外门店），并采取果断措施
举措二	重建并强化部分职能部门，并恢复大区管理体系
举措三	在科学考核各部门的前提下，继续大力推进双手改变命运的核心价值观落地，继续大力倡导爱和信任为前提的奉献精神
举措四	适时收缩集团的业务扩张计划。若本集团海底捞餐厅的平均翻台率低于4次/天，原则上不会规模化开设新的海底捞餐厅

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 20: 海底捞 2020 年以来月度开店节奏



资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

此外，公司内部也积极捋顺管理架构。2022 年 3 月 1 日，公司发布人事变动公告，公司副 CEO 兼 COO 杨利娟被调任公司 CEO，原公司 CEO 张勇将继续担任董事会主席与执行董事；李瑜获委任中国大陆地区 COO；王金平获委任港澳台及海外地区 COO，该等委任自 2022 年 3 月 1 日起生效。本次人事调整一是实现了董事会与执行层的职权分离，是公司优化治理结构的一次尝试；在新运营架构下，二者未来将协助杨总落实运营战略，公司管理层顺利完成顺利交接。纵观新管理层简历，前述领导均在集团内拥有多年经验，未来新 CEO 掌舵下公司会迎来发展新时代。

整体而言，海底捞依旧为中式餐饮火锅行业龙头公司，过去受制于疫情与过往略显激进的开店策略，短期经营有所承压。但公司目前从经营策略到人事管理等方面，内部均作出应对调整，且结合前文分析，海底捞在手现金流较为充裕，期待经营企稳后的火锅龙头的底部反转。

### 百胜中国-S：主力品牌竞争力依旧，不倦探索跨品类孵化

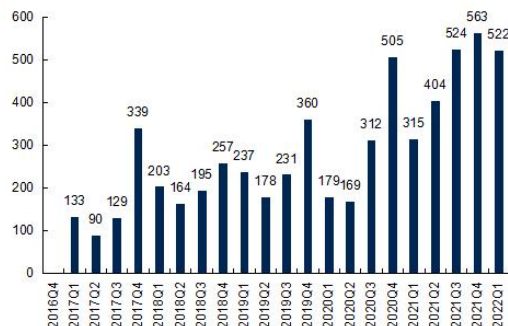
疫情停业扰动，阶段经营数据承压。公司实现营业收入 26.68 亿美元/+4.3%，系新增餐厅与并表杭州肯德基带动，部分被疫情影响停业抵消；经营利润 1.91 亿美元/-44.2%；归母业绩 1.00 亿美元/-56.5%；经调净利润 1.02 亿美元/-56.2%，利润端承压下滑，核心系疫情反复下门店暂停营业/仅外卖致同店销售承压。具体看暂时停业或只提供外卖与外带的门店：1-2 月平均约 300 家，1 月高峰期超 500 家；而 3 月平均超 1700 家，其中 40%为暂时停业。

图 21: 2017Q1-2022Q1 百胜中国-S 收入、归母业绩及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 22: 2017Q1 至今百胜中国单季度新开门店数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



预计 2022Q2 经营压力仍大，不排除单季亏损可能，依旧维持维持全年净增 1000-1200 家目标。根据公司公告披露，3 月单月出现经营亏损（3 月停业/仅外卖店数 1700 家，同店约-20%），结合 4 月（约 3000 家店停业/仅外卖，预计同店-20%）数据以及近期国内北京疫情又有反复、上海仍未解封现状看，短期经营预计面临较大调整，我们认为公司 2022Q2 经营前景依然继续承压。但公司研究判断核心品牌肯德基、必胜客的盈利能力与投资回收期依旧稳健，故公司并未调低 2022 年目标（净增 1000-1200 家门店，资本支出 8-10 亿美元）。

**积极探索新曲线孵化。**与此同时，公司与品牌授权方 Yum! Brands 重新规划 Tacobell 发展里程，2022 年塔克贝尔门店数至少达到 100 家，到 2025 年拓展至少 225 家。前期公司规划 Lavazza 门店 2025 年门店将达到 1000 家门店，公司在 Lavazza、塔克贝尔品牌上的持续发力，表明公司积极探寻新成长曲线。

综合而言，百胜中国旗下核心品牌肯德基、必胜客品牌力十足，依托自身强大供应链体系，下沉步伐逐渐推进，也是正是依托两大品牌的稳健经营，公司在过往时间维持了相对稳健的经营。但略显不足的是，公司过往无论是内生还是外延收购，新品牌最终的整合效果略显不足，但公司依旧不忘跨品类孵化，继 2021 年尝试孵化 Lavazza 后，2022 年也对 tacobell 远期经营作出规划，期待平台型企业的未来发展动向。

### 呷哺呷哺：湊湊发展势头良好，关注人事变动后经营整合效果

**2021 年经营整体承压，新火锅品牌湊湊逐渐放量。**2021 年，公司实现收入 61.47 亿元/+12.7%；归母净亏损 2.93 亿元，去年同期盈利 183.70 万元；剔除关店减值损失影响（约 2.27 亿），预计实际经营净利润亏损 0.66 亿元。拆分来看，呷哺品牌期内收入 35.03 亿元，同比+1.2%，收入占比 57.0%/-6.4%，期内实现分部业绩 3408 万元，同比-43.6%；湊湊品牌期内收入 23.59 亿元/+39.8%，收入占比 38.4%/+7.5pct，实现分部业绩 7122 万元，同比-38.0%，**伴随湊湊模型逐渐成熟，湊湊逐渐成为公司收入与业绩最主要来源。**开店方面，湊湊积极探索全国布局，呷哺品牌阶段深度调整。2021 年，公司新开 52 家呷哺呷哺餐厅和 43 家湊湊门店，同时关闭 229 家呷哺呷哺餐厅。

图 23：2017-2021 年公司收入、业绩及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 24：2017-2021 年营业收入按品牌划分



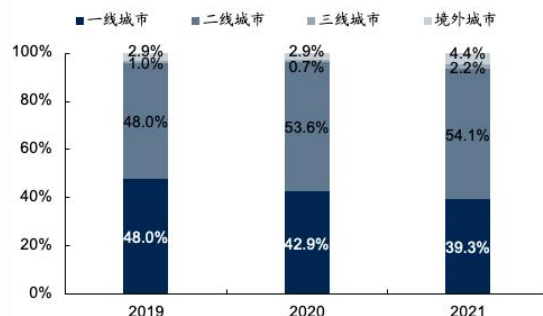
资料来源：高工锂电，SNE Research，国信证券经济研究所整理

图 25：2017–2021 年呷哺呷哺、湊湊门店数及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 26：2019–2021 年湊湊门店分布



资料来源：高工锂电，SNE Research，国信证券经济研究所整理

综合考虑国内疫情形势与呷哺品牌调整现状，公司短期经营预计仍将面临一定经营压力。但公司管理层再度明确呷哺品牌的大众化定位，且未来将深耕华东/华南等薄弱地区，新品牌湊湊也逐渐进入放量期，同时积极改善梳理内部激励体系（2021 年初呷哺&湊湊品牌 CEO 先后离职）。以上措施的陆续推进落实下，公司经营有望迎来拐点，建议积极关注公司后期边际变化。

## 政策底/经营底/情绪底已至，逢低布局强现金流&高确定性龙头

### 政策&经营&情绪底已至，基本面最差时间已过

#### 1、政策底：政治局定调防疫政策预期回归统一，疫后配套政策提振消费意愿

政治局定调、各地严格执行防疫措施，市场对于国家防疫政策预期回归统一。2022 年初，随着国内防疫专家多次表态放松疫情管制以及企业的疫情应对措施也更为灵活，市场最初预期 3 月中旬左右，国家会有防疫政策方面的放松。但其后深圳、上海、北京等地先后爆发疫情，且向全国蔓延发展，5 月 5 日政治局常务委员会会议，强调要始终保持清醒头脑，毫不动摇坚持“动态清零”总方针。其后各地坚决落实国内动态清零的防疫措施。伴随着政治局的表态，目前市场对于防疫政策的态度预期得到统一，即坚持“动态清零”方针不动摇。

**表7: 截至 2022 年 5 月 16 日, 各城市防疫政策梳理**

城市名称	防疫政策说明
北京	5月1日起, 北京全市文旅场所内对外营业的餐饮经营单位, 暂停堂食服务。“五一”假期, 在全市范围内暂停演出场所、娱乐场所、互联网上网服务场所和健身房等室内体育场所经营活动
	5月4日起, 北京的入境隔离管控措施由“14天集中隔离+7天居家健康监测”调整为“10天集中隔离+7天居家健康监测”, 期间按规范进行核酸检测 (PCR) 及抗原自测 (ART)
	5月4日起, 对朝阳区朝阳路以南区域 (不含朝阳路) 运行的 158 条公交线路采取区间运行、甩站绕行和停运等措施, 其中: 采取区间运行 47 条, 甩站绕行 48 条, 全线停运 63 条, 共涉及 389 个公交站点。增加封闭 14 条地铁线路的 62 座车站出入口。自 5 月 5 日起, 要求网约车平台减少向全市的封控区、管控区、临时管控区、防范区以及朝阳区朝阳路以南区域 (不含朝阳路) 派单
	5月9日, 北京继续暂停室内体育场所经营活动, 暂停开放全市等级景区室内场所及公共文化场所, 公园景区继续按照 50%限流; 餐饮经营单位继续暂停堂食服务; 全市中小学、幼儿园、中等职业学校暂停返校, 组织线上教学;
	5月12日起进入党政机关企事业单位及公共场所查验 48 小时核酸证明, 堂食继续暂停
上海	3月10日, 徐汇区所有文旅公共服务场馆 (含区域内图书馆、文化馆、博物馆、美术馆、街道镇社区文化活动中心、旅游咨询服务中心等)、歌舞娱乐场所、上网服务场所、密室剧本杀场所暂停开放
	3月11日, 静安、普陀、徐汇、宝山、闵行、嘉定、松江、青浦、奉贤、崇明等区的 75 座公园采取临时闭园措施, 恢复开放时间另行通知。中小学全部调整为线上教学, 幼儿园、托儿所停止幼儿入园, 各类培训机构和托育机构不得开展线下培训和托育服务。
	3月13日, 长途客运总站、市道运中心介绍, 为配合疫情防控工作, 本市各大客运站将暂停运营。
	3月18日起, 上海地铁暂时取消轨道交通 1、2、7、9、10、13 号线周五、周六延时运营, 恢复时间另行通知。
	4月16日, 上海发布《上海市工业企业复工复产疫情防控指引 (第一版) 》, 开始复工复产复市。
	4月22日起开展社会面清零攻坚九大行动, 力争早日全市实现社会面清零。根据九大行动的部署, 将开展社区管控行动, 最大限度减少人员流动聚集。封控区严格实施“足不出户、服务上门”要求; 管控区严格实施“人不出小区 (单位), 错峰取物”要求; 防范区严格实行“个人防护, 严禁聚集”要求, 人员不得流动到封控区和管控区。对流动人员加大街面巡查力度。对居家隔离对象采取上门磁等方式限制人员外出, 健康码赋红码。开展检测筛查行动。采取分区分级检测推进模式, 对封控区每天开展一轮核酸筛查; 对管控区采用“3天抗原+2天核酸”组合筛查的方式; 对防范区采用“4天抗原+1天核酸”组合筛查的方式; 对快递、外卖小哥等城市服务保障人员, 每天检测 1 次核酸、2 次抗原。
	5月1日, 经专家综合研判, 上海市疫情社区传播风险已得到有效遏制。截至 5 月 1 日, 上海累计发放“复工证” 5851 张, 发放“通行证” 87766 张, 涉及近千家餐饮企业、311 家超市商贸与 220 家主副食品等。
	5月6日, 推动重点行业复工复产, 推动超市卖场、便利店、电商平台、生鲜蔬果、餐饮、药品流通等与市民生活密切相关的商贸企业节点和网点有序复工复产。二是建立复工复产“白名单”。三是推动复工人员应返尽返。
	<b>5月16日起, 分阶段推进复商复市, 按照“有序放开、有限流动、有效管控、分类管理”原则, 严格落实各项疫情防控措施。</b> (1) 购物中心、百货商场、超市卖场、便利店、药店等商业网点逐步有序恢复线下营业。(2) 农贸市场逐步有序恢复。(3) 餐饮、理发和洗染服务逐步有序恢复。餐饮服务实行线上、线下外卖。理发、洗染服务实行错峰限流。
	3月18日, 来返穗人员核酸“3天2检”, 行程卡带星号的人员, 核酸检测“7天3检”
4月9日起, 广州地铁二号线三元里、飞翔公园、白云公园、白云文化广场, 八号线上步、聚龙、石潭、小坪, 共 8 个站点停止对外服务、列车不停站运行。	
4月9日, 广州白云、番禺、增城等区宣布暂停堂食。	
4月23日起, 广州除少数街道外全市恢复堂食, 政府将在五月份发放超 1 亿元消费券, 其中餐饮行业设置 10 至 500 元不同面值消费券, 满足不同餐饮消费层次需求。	
五一期间, 广州市举办第四届双品网购节广州专场, 组织国内大型和本土电商企业、品牌商家打造专区, 阿里、京东、苏宁、美团、盒马鲜生、洋葱、唯品会、花生日记、朴朴超市等 10 余个电商平台及其入驻平台商家合计发送超 10 亿消费券, 为消费者送上“五一假期”消费盛宴。	
5月7日, 2022 年广州市“羊城欢乐购”政府消费券预计发放补贴金额 1 亿元	
3月22日, 深圳公布最新防疫政策: 高风险地区来 (返) 深人员实施“14+9” 14 天集中隔离, 核酸检测前七天每天一检, 第 10、14 天开展核酸检测; 中风险地区来 (返) 深人员实施“14+4” (14 天居家隔离 4 次核酸检测); 外地返深做好“三天两检”	
4月25日, 深圳市商务局近日发布批发零售及餐饮企业稳增长奖励项目、零售企业开设电商店铺补助项目申报指南, 明确企业申请条件、补助标准等, 最高补助 50 万元。	
4月28日起, 深圳通过美团、京东平台, 向深圳消费者陆续发放 5 亿元消费券, 其中包含 6000 万元餐饮消费券。	
5月15日, 进出各类公共场所、乘坐公共交通工具等须凭 72 小时核酸检测阴性证明。	
其他	4月11日起, 上海、苏州、宁波、厦门、青岛、广州、成都与大连这 8 个城市作为试点城市, 入境隔离管控措施由“14 天集中隔离+7 天居家健康监测”调整为“10 天集中隔离+7 天居家健康监测”, 试运行四周。 5月5日, 习主席主持召开中共中央政治局常务委员会会议, 强调始终保持清醒头脑, 毫不动摇坚持“动态清零”总方针。

资料来源: 各省市官方微信发布平台, 国信证券经济研究所整理

截至目前为止, 以北上广深为代表的一线城市严格落实国内当下防疫政策, 目前来看政策态度严厉且坚决, 即政策实操端实际已经处于较为严厉的阶段。若推演未来变化, 随着疫情形势的改善, 参考广州深圳等地先例 (广州/深圳分别发放 1/5 亿元消费券提振疫后消费意愿), 政府可能同样会配套出台相关消费促进、企业扶持措施, 以带动疫情后消费的复苏。

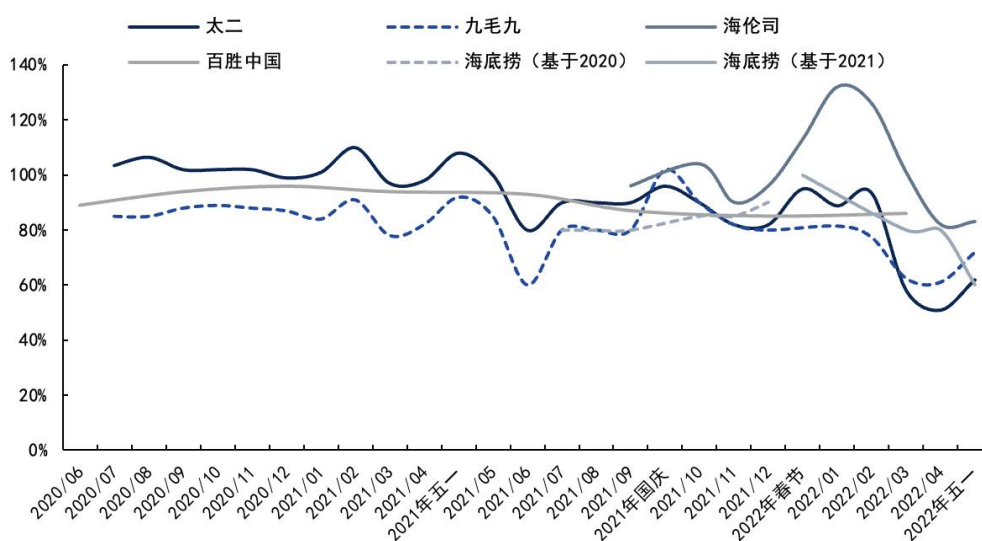
## 2、经营底：短期经营承压，基本面企稳&低基数效应有望触底反弹

短期餐企经营数据已经回落至 2021 年的 5-6 成左右，但外部疫情局势转好&基数效应带动下，经营数据或有触底反弹：

**短期经营数据已触底。**2022 年 3 月以来，受上海等地疫情复发影响，太二、海伦司翻座率/日销水平已经降至 2021 年 5-6 成左右，目前上海已经逐渐推进复工（官媒表示 6 月或可解封），我们判断未来 1-2 月内餐饮企业外部环境预计会迎来改善，短期经营数据预计会迎来反转。

**低基数效应带动。**除去外部疫情形势好转外，2021 年整体经营呈现前高后低，即 2021 年下半年数据基数相对低于上半年，若 2022 年下半年经营数据触底反弹，在基数效应带动下，整体经营数据或有触底反弹态势。

图27：九毛九、海底捞、海伦司、百胜中国-S 同店销售恢复情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：百胜中国为季度数据；2020-2021 年比较基准均为 2019 年；2022 年比较基准为 2021 年

## 3、情绪底：政策利空落地情绪触底，经营反转估值有望回升

餐饮板块估值处于偏底部位置。以 wind 未来 12 个月市场一致预期市盈率为参考标准：

**海底捞：**上市以来 PE 估值区间为 21-74x，目前市场未来 12 个月市盈率一致预期为 36x，估值分位数为 28%。

**九毛九：**上市以来 PE 估值区间为 21-95x，目前市场未来 12 个月市盈率一致预期为 31x，估值分位数为 14%。

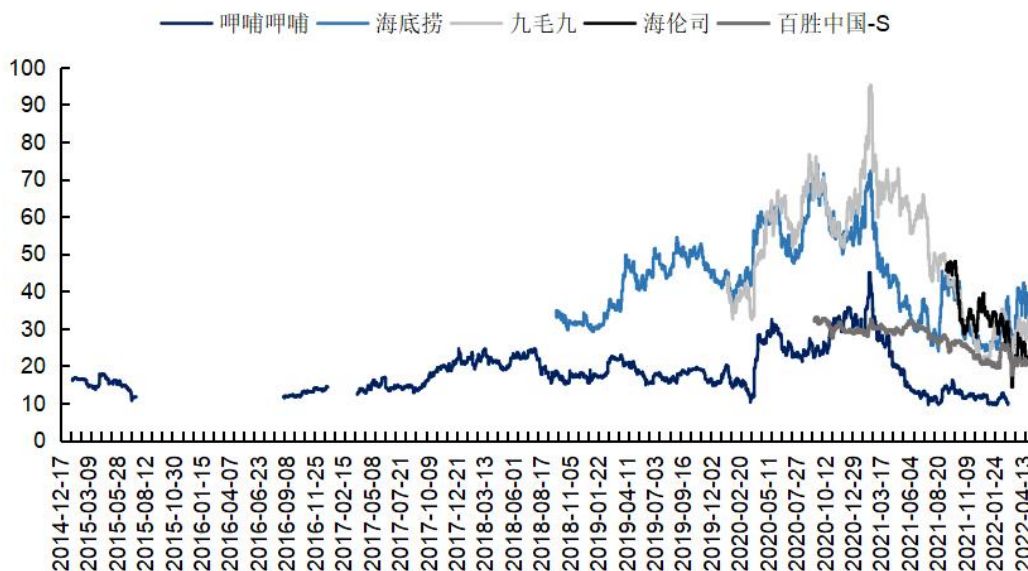
**海伦司：**上市以来 PE 估值区间为 14-48x，目前市场未来 12 个月市盈率一致预期为 22x，估值分位数为 22%。

**百胜中国-S：**上市以来 PE 估值区间为 18-33x，目前市场未来 12 个月市盈率一致预期为 21x，估值分位数为 20%。

呷哺呷哺目前市场预期样本值略少，暂不考虑。

整体而言，受疫情、龙头阶段放缓开店步伐以及市场风格因素等多因素综合扰动，餐饮板块深度调整，目前整体估值分位数处低位，未来随着疫情管制政策边际放松、经营数据的环比反转，市场情绪也有望回暖。

图28：九毛九、海底捞、海伦司、百胜中国-S、呷哺呷哺未来12个月市场一致预期市盈率



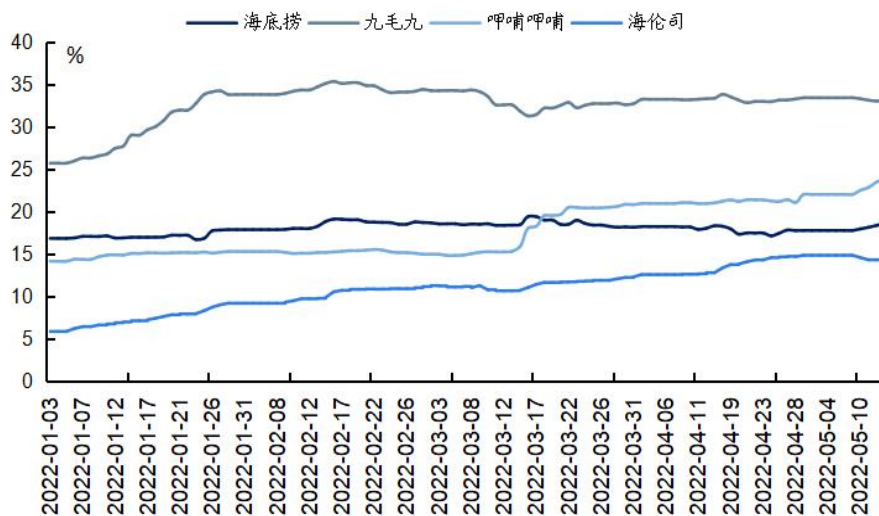
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 投资建议：疫情考验餐企经营底色，逢低优选布局强现金流&高确定性餐饮龙头

疫情本质是对餐饮企业综合能力的试炼。2020年至今疫情存续已有2年余时间，疫情表面是对日常经营产生影响的外在因素，但实际是餐饮企业的成本管控能力、现金流充沛程度以及品牌运营团队能力的综合大考。优秀的餐饮品牌不仅仅能在疫情下展现出更强的抗压能力，疫情后往往也能展现出更快的恢复速度。整体而言，疫情实际是检验餐饮企业经营底色的一场综合考验，而优秀的餐饮企业会借助疫情进一步巩固自身核心竞争力。

维持板块超配评级。今年3月国内疫情散发短期国内出行受制较为明显，清明五一旅游数据整体低位运行，Q2高基数背景下预计增速环比回落。但2022H2随着低基数效应凸显，增速环比预计改善，且现阶段防疫政策预期较为统一和股价已经部分体现了悲观预期，兼顾业绩的确定性、疫情恢复弹性以及应对疫情的现金流充沛度，推荐九毛九、海伦司、百胜中国-S、海底捞、呷哺呷哺。

图29：年初至今港股餐饮板块沪深港通持股比例



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

注：占自由流动股本比例

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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