

从老乡鸡、乡村基、杨国福看中式快餐行业： 从区域到全国，标准化与一体化

证券分析师：汤军

执业证书编号：S0600517050001

联系邮箱：tangj@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

二零二二年五月三十一日



1. 中式快餐市场：空间广阔，格局分散，连锁化率提升
2. 公司概况：从区域到全国，品牌特色鲜明
 - 2.1 从区域扩张到品牌升级，品牌特色鲜明
 - 2.2 家族控股，股权集中，管理团队经验丰富
 - 2.3 门店布局：从区域走向全国，老乡鸡/乡村基主打直营，杨国福通过加盟快速扩张
3. 竞争优势：口味为王，标准化与一体化，多渠道布局
 - 3.1 口味为王，菜品多样，注重研发创新
 - 3.2 一体化产业链，强化供应链体系
 - 3.3 标准化为帆，奠定门店扩张基础
 - 3.4 线上线下双渠道，提升销售灵活性
4. 单店：疫后经营改善，单店模型对比
5. 财务分析：老乡鸡盈利及运营能力优于乡村基，杨国福加盟模式展业绩韧性
6. 募集资金投向：注重门店扩张、供应链建设、信息化升级
7. 投资要点
8. 风险提示

1. 中式快餐市场：空间广阔，格局分散，连锁化率提升

中国餐饮行业：规模稳步增长，中式餐饮占比近八成

- 中国餐饮市场规模稳定增长，2021年恢复至疫情前水平。作为消费市场的重要组成部分和强大推动力，伴随消费升级和城镇化发展，中国餐饮市场快速增长，2011-2019年CAGR达10.76%。2020年因疫情影响线下客流，餐饮市场规模缩至39,527亿元。2021年餐饮市场规模已恢复至疫情前水平，实现46,895亿元。
- 中式快餐契合更快的生活节奏和碎片化的工作时间，占比最大。中国餐饮市场可分为中式餐饮、西式餐饮和其他。其中，中式餐饮占比最大，2020年为78.9%。伴随连锁化率提升和数字化转型，中式快餐因便捷和标准化的特点愈发受到消费者的喜爱。

图1：中国餐饮市场规模（人民币：亿元）

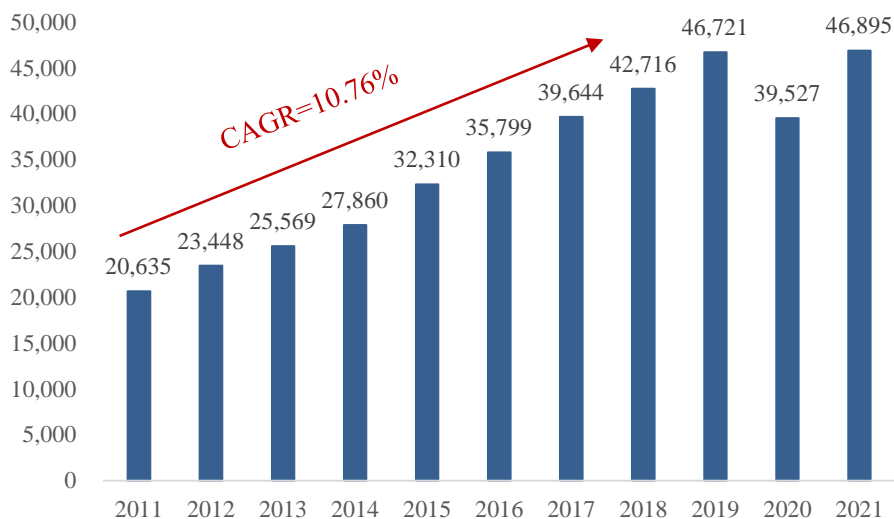
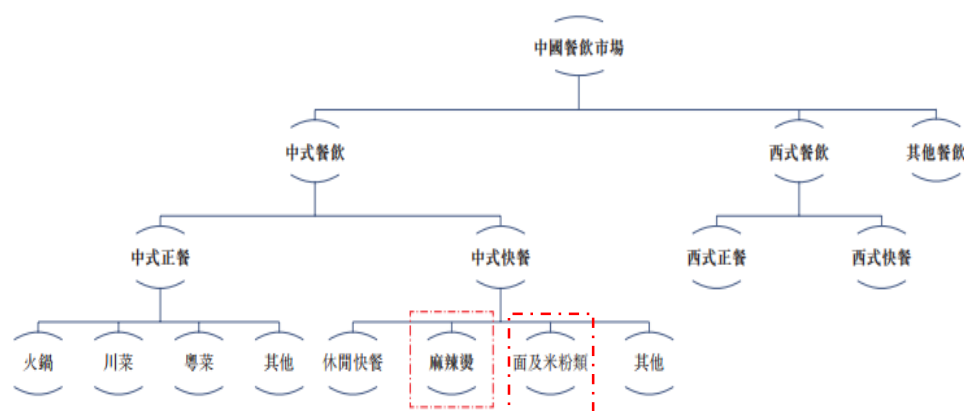
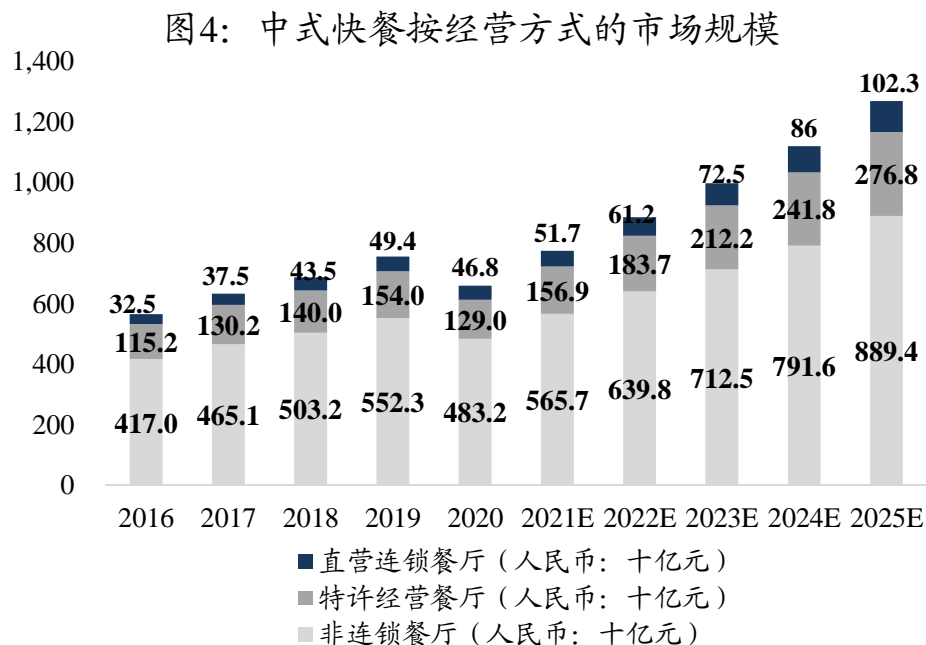
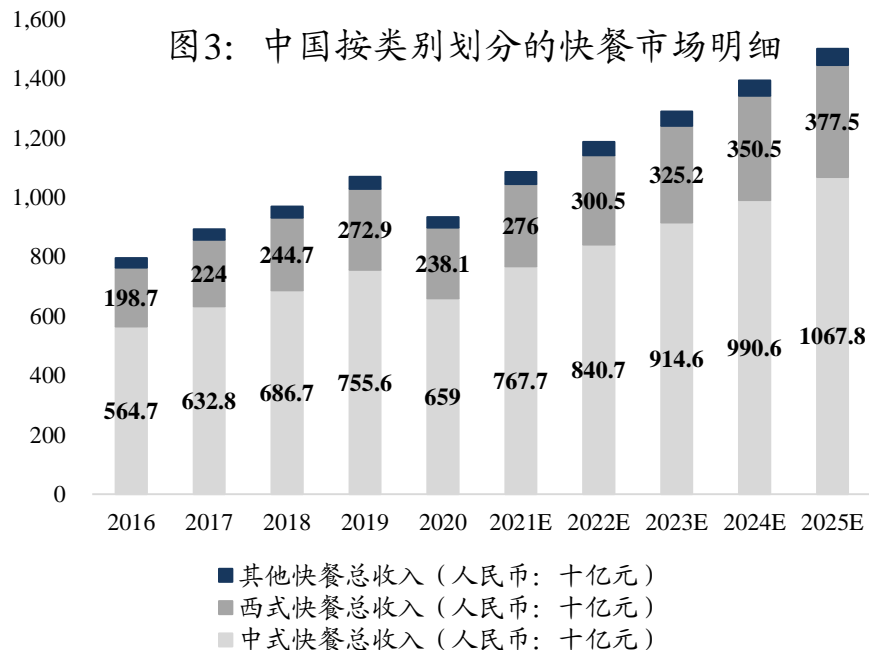


图2：中国餐饮市场分类



中式快餐市场：空间广阔，直营连锁和特许经营展现高增长

- **中式快餐在快餐店市场占比主导地位，Frost & Sullivan预计至2025年市场规模将超万亿元。**按收入计，2016-2020年，中式快餐的市场份额超70%，年复合增长率为10.2%。2020年，中式快餐市场规模为6590亿元。Frost & Sullivan预计2020-2025年中式快餐市场将以10.1%的CAGR持续增长，至2025年达1.07万亿元。
- **直营连锁和特许经营中式快餐店展现高增速。**伴随烹饪技术和餐饮管理的发展，中餐标准化程度提升，2016-2019年，直营连锁/特许经营/非连锁中式快餐店的CAGR分别为15%/10.2%/9.8%。Frost & Sullivan预计中国直营连锁/特许经营中式快餐市场规模将有望在2025年达1023/2768亿元，2020-2025年CAGR分别为 16.9%/16.5%，高于非连锁餐厅。



中国麻辣烫市场：连锁加盟为主，低线城市展现增长潜力

- **口味多样、高性价比，麻辣烫形式逐渐丰富。**麻辣烫源自巴蜀地区，因其具备口味&食材多样、高性价比的特性，在以杨国福为代表的头部市场参与者改良后，逐渐成为中国快餐市场的重要分部。同时，麻辣烫呈现出越发多样的表现形式，包括钵钵鸡、串串、冒菜等；狭义麻辣烫也在口味上不断丰富，包括传统汤底、番茄汤底、牛骨汤底、干拌形式等。
- **麻辣烫市场规模超1300亿元，低线城市增长潜力较大。**据Frost & Sullivan，2019年中国麻辣烫市场规模为1,305亿元（2016-2019CAGR为10.5%），2025年市场规模有望达到1,973亿元（2020-2025年CAGR为11.6%）。按线级城市看，2019年一线和二线城市占比为59%，Frost & Sullivan预计未来三线及以下城市占比将逐步提升，且2020-2025年三线及以下城市麻辣烫市场的CAGR将为12.4%，高于一线和二线城市的10%，具有更大的增长潜力。
- **连锁加盟模式加速麻辣烫品牌扩张，连锁化为未来趋势。**2020年连锁麻辣烫市场规模251亿元，连锁化率为22%，高于餐饮市场整体的15%。麻辣烫因具备制备过程标准化、统一化等特点，天然适合以连锁餐饮模式发展。领先的麻辣烫品牌如杨国福等，可运用完备供应链、统一管理系统支持、品牌认知度等优势实现快速加盟扩张，并以严格经营体系控制和监督加盟商运营。Frost & Sullivan预计连锁麻辣烫市场将于2025年达到513亿元连锁化率提升至26%。

图5：2016-2025E中国麻辣烫市场规模

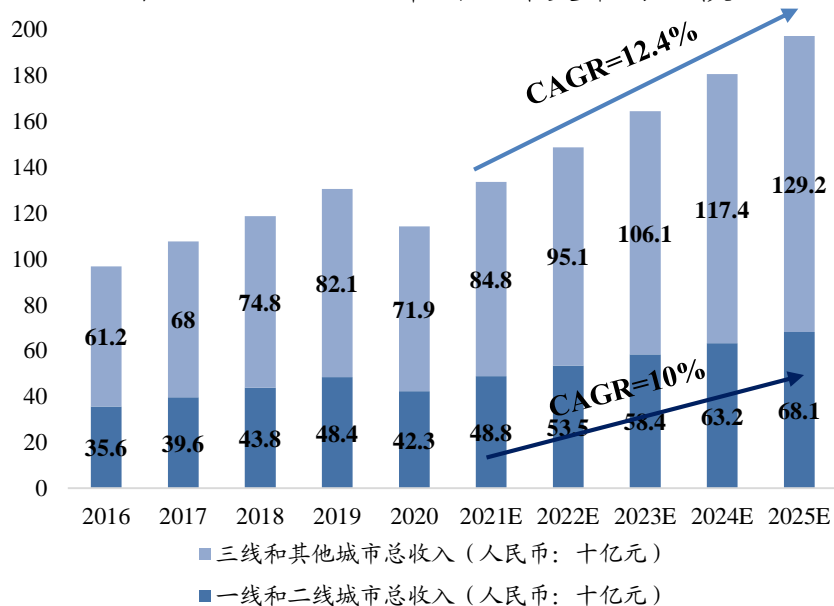
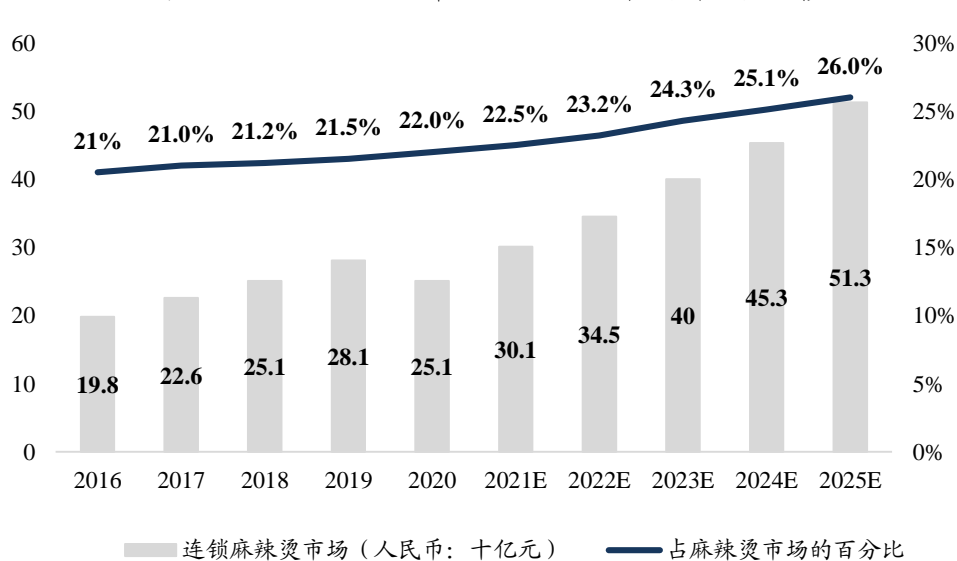


图6：2016-2025E中国连锁麻辣烫市场规模



- 中式快餐市场高度分散，乡村基在直营市场中位列第一。按商品交易额计，2020年，中式快餐市场CR5仅为2.9%，市场竞争激烈，高度分散。杨国福/老乡鸡/乡村基分别以0.7%/0.6%/0.5%的市占率位列第一/三/四位。按连锁餐厅数目计，2020年，乡村基以969家直营餐厅成为中国最大的直营中式快餐集团。按直营餐厅产生的收益计，2020年乡村基以6.8%的市占率位列第一。
- 麻辣烫市场双寡头竞争，杨国福位列第一。以商品交易总额计算，2020年麻辣烫市场的CR5为10.2%。杨国福以49亿元位列第一，市场份额4.3%；张亮麻辣烫以4%的市占率位列第二位，前两名拉开了与其他竞争者较大的差距。麻辣烫市场空间广阔，且龙头企业有望受益于连锁化率持续提升的红利，借助自身标准化及高效运营能力，进一步提升市场份额。

图7：2020年中式快餐市场份额（按商品交易额计）

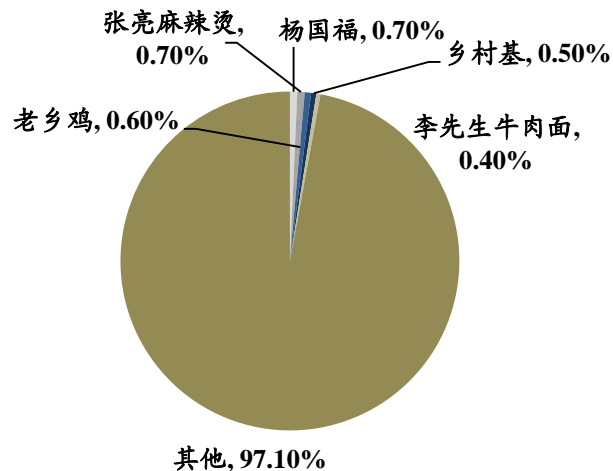


图8：2020年中式快餐市场份额（按直营餐厅产生的收益计）

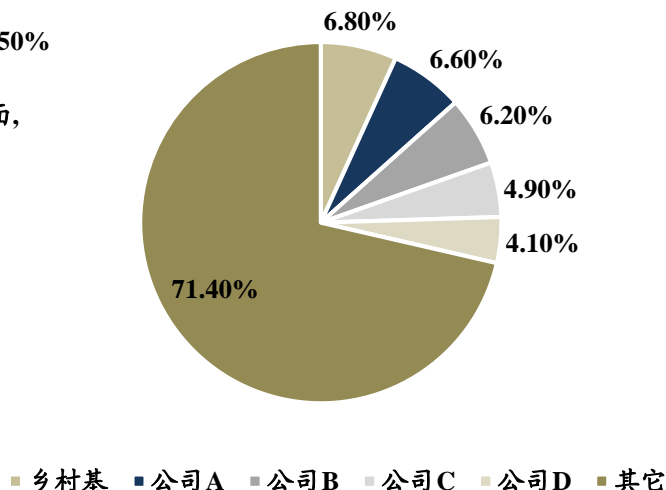
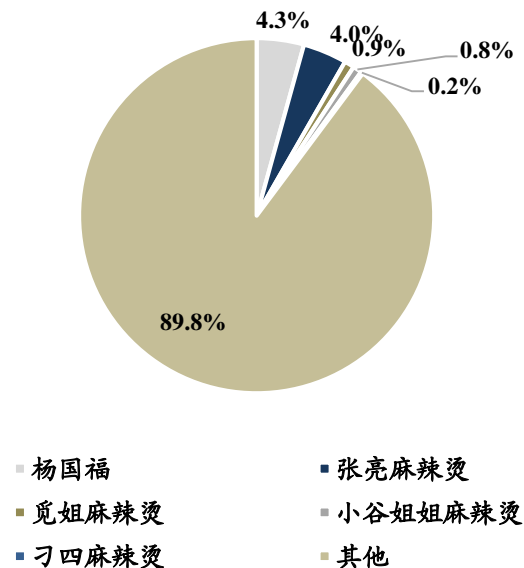


图9：2020年中国麻辣烫市场份额（按商品交易额计）



数据来源：杨国福招股书，东吴证券研究所

数据来源：乡村基招股书，东吴证券研究所

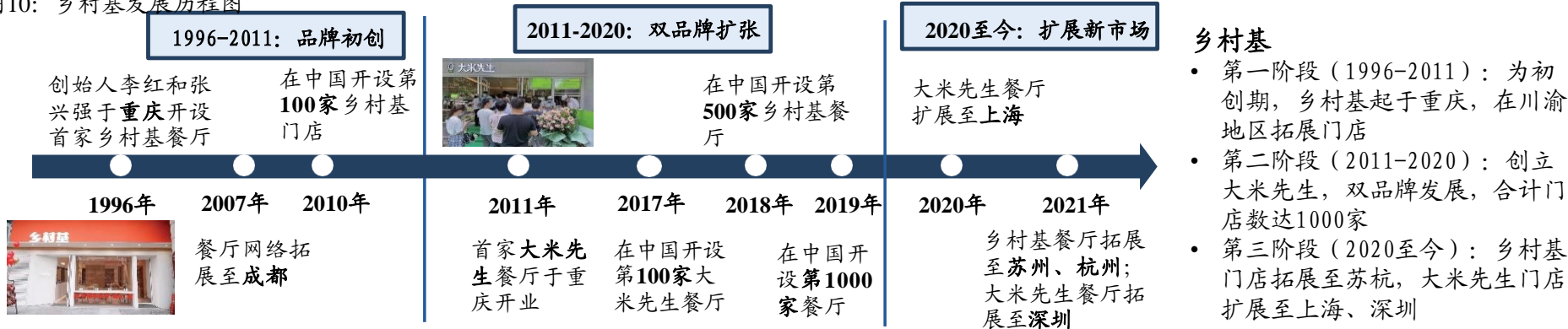
数据来源：杨国福招股书，东吴证券研究所

2. 公司概况：从区域到全国，品牌特色鲜明

2.1 从区域扩张到品牌升级，品牌特色鲜明

发展历程：区域扩张，模式升级与品牌化发展

图10: 乡村基发展历程图



乡村基

- 第一阶段(1996-2011): 为初创期, 乡村基起于重庆, 在川渝地区拓展门店
- 第二阶段(2011-2020): 创立大米先生, 双品牌发展, 合计门店数达1000家
- 第三阶段(2020至今): 乡村基门店拓展至苏杭, 大米先生门店扩展至上海、深圳

图11: 老乡鸡发展历程图

老乡鸡

- 第一阶段(2003-2011): 初创阶段, 起源于合肥, 原名为“肥西老母鸡”
- 第二阶段(2011-2016): 省内扩张, 更名“老乡鸡”, 在安徽省快速扩张, 2016年底安徽省门店数超350家
- 第三阶段(2016至今): 走出安徽, 布局全国, 升级第五代门店; 2020年开启加盟模式, 布局一线城市

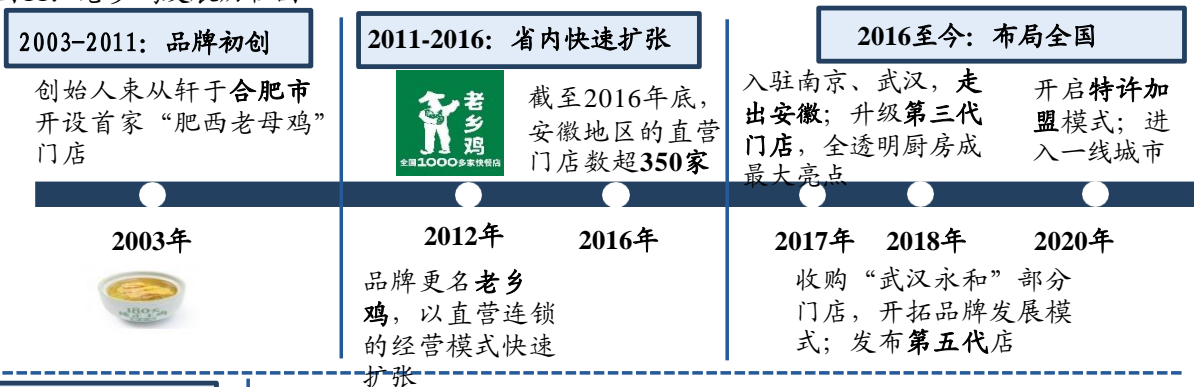


图12: 杨国福发展历程图



杨国福

- 第一阶段(2003-2010): 从哈尔滨起步, 加盟网络覆盖黑龙江大部分地区及部分省外地区, 更名为杨国福
- 第二阶段(2010-2014): 开始委聘第三方管理伙伴监督管理加盟餐厅; 加盟网络扩大至华北&华中
- 第三阶段(2014至今): 海外加盟扩张; 研发及制造中心开始生产程序; 布局零售业务

品牌概览：主打特色鲜明，产品矩阵丰富

老乡鸡：干净卫生

图13: 肥西老母鸡



图14: 葱油鸡



图15: 竹笋蒸鸡翅



乡村基：好吃不贵；大米先生：称菜、小碗菜

图16: 乡村基 宫保鸡丁



图17: 乡村基 麻婆豆腐



图18: 大米先生 辣椒炒肉



图19: 大米先生 湖北莲藕汤



杨国福：可以喝的麻辣烫，斤式自选，单人单锅

图20: 可以喝的 酸甜番茄汤麻辣烫

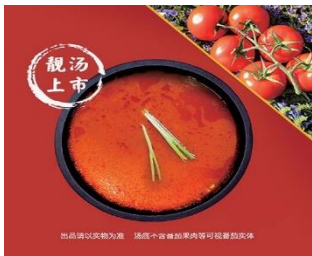


图21: 经典骨汤麻辣烫

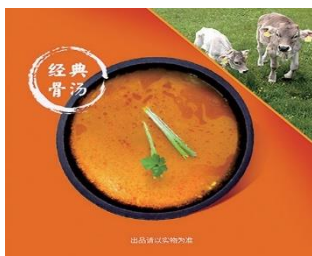


图22: 醇香麻辣拌



图23: 老乡鸡收入拆分

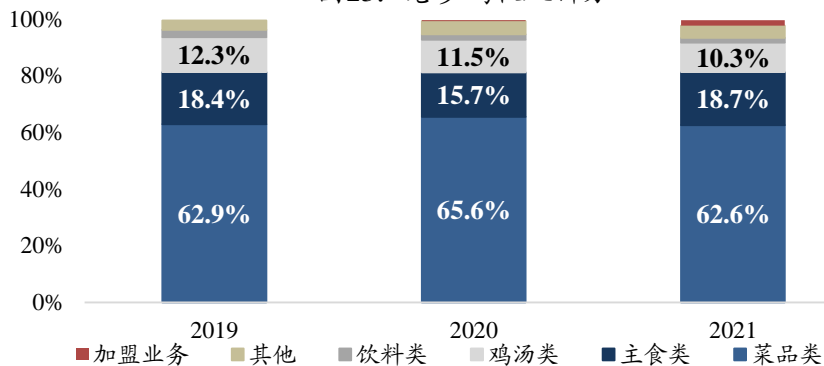


图24: 乡村基按业务收入明细

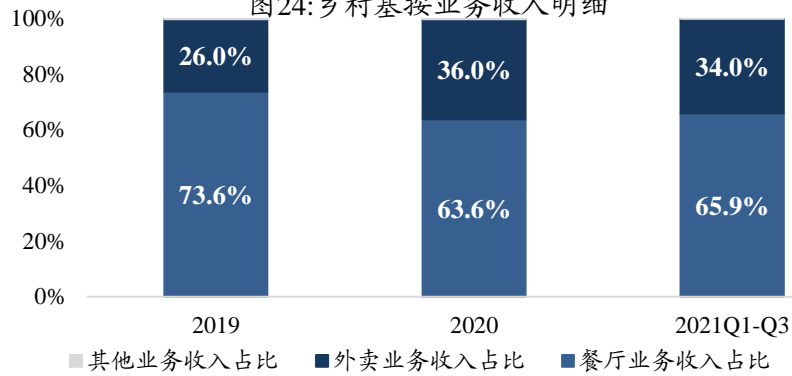
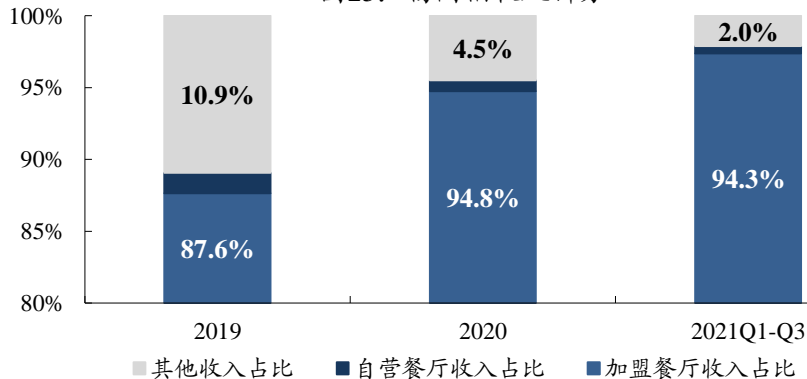


图25: 杨国福收入拆分



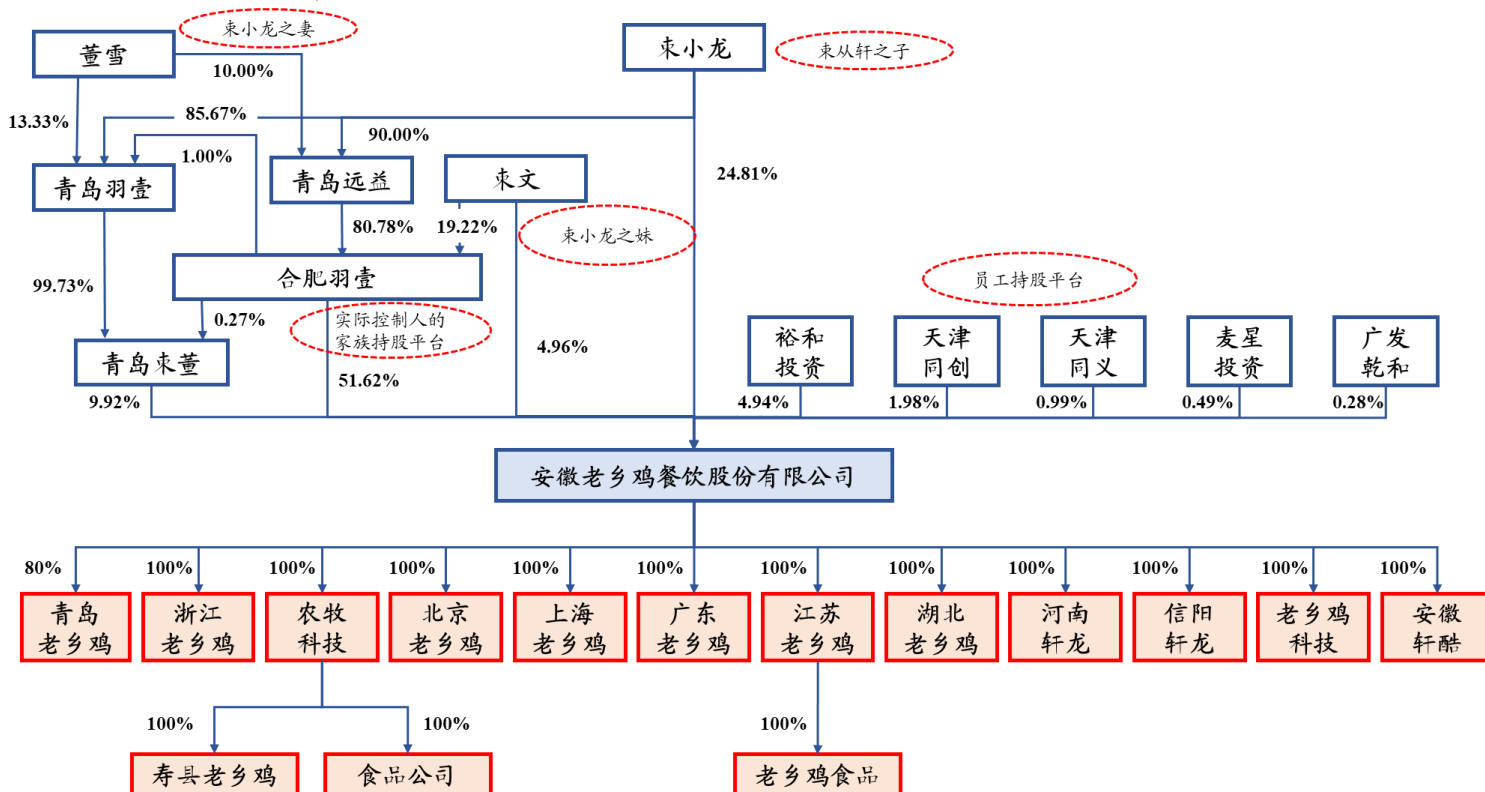
数据来源：老乡鸡招股书，乡村基招股书，杨国福招股书，东吴证券研究所

2.2 家族控股，股权集中，管理团队经验丰富

老乡鸡股权架构：家族控股，股权激励保留人才

- 股权集中，束从轩家族为实控人。束从轩、张琼、束小龙、董雪、束文5名家族成员为实际控制人。公司董事长束从轩系束小龙、束文的父亲，公司副总经理张琼系束小龙、束文的母亲。束从轩、张琼未持有公司股份。束小龙、董雪系夫妻关系，束小龙与束文系兄妹关系，截至2022年5月，该三人合计持有91.32%的股份。
- 股权激励调动员工积极性，提升核心竞争力。2020年12月，公司实施股权激励计划，对骨干员工实施激励，员工以4,500万元间接认购天津同创、天津同义持有的公司109.8万元股本，吸引和保留优秀管理人才、核心技术人员和业务骨干。

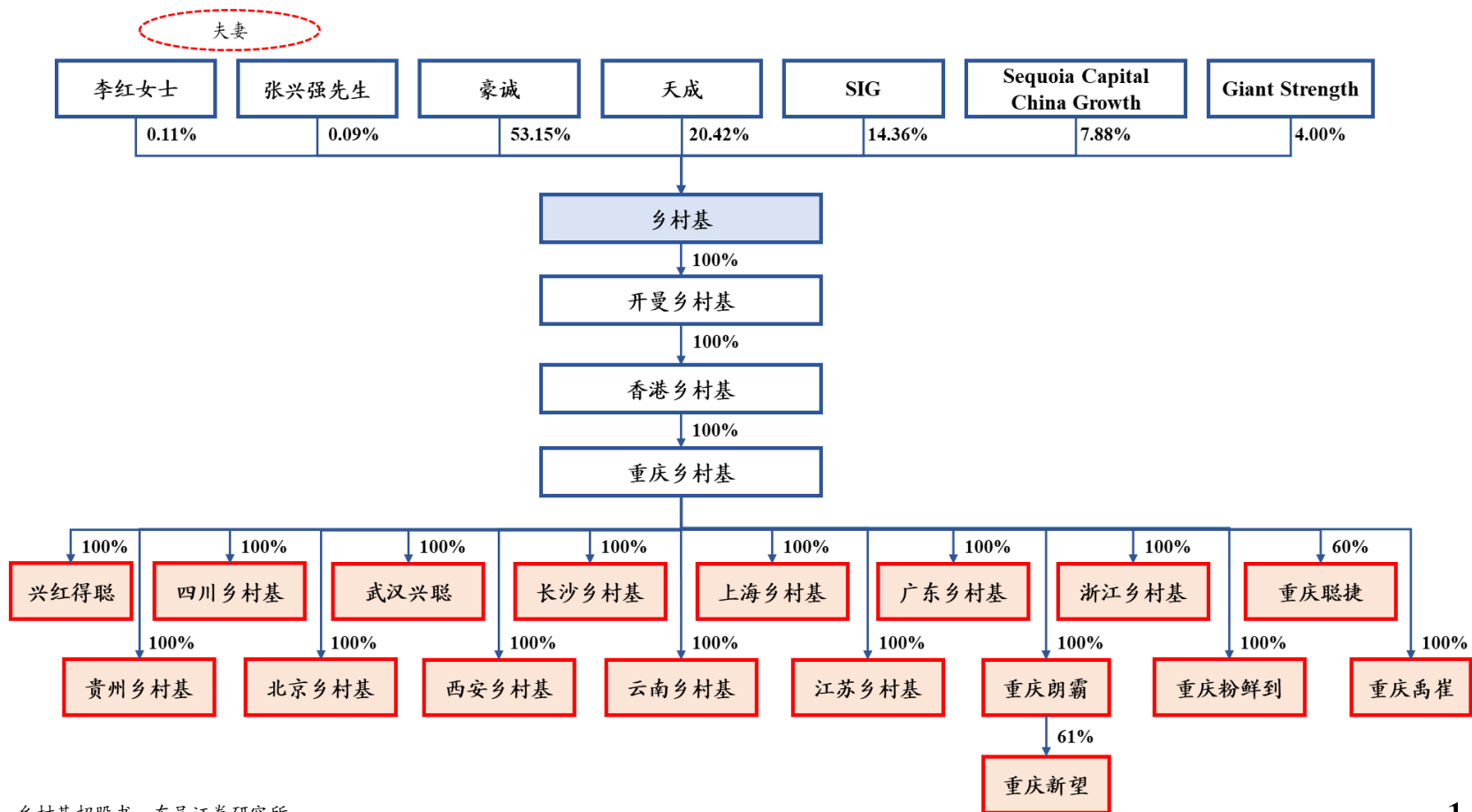
图26: 老乡鸡股权架构图 (截至2022年5月)



乡村基股权架构：创始人合计控股53.35%

■ 创始人为实控人，合计持股**53.35%**。截至2022年1月，乡村基的实际控制人为公司创始人李红、张兴强夫妇，其通过直接与间接的方式合计持有公司53.35%的股份。天成、SIG、红杉中国成长基金分别持有公司20.42%、14.36%、7.88%的股权。

图27：乡村基股权架构图（截至2022年1月）

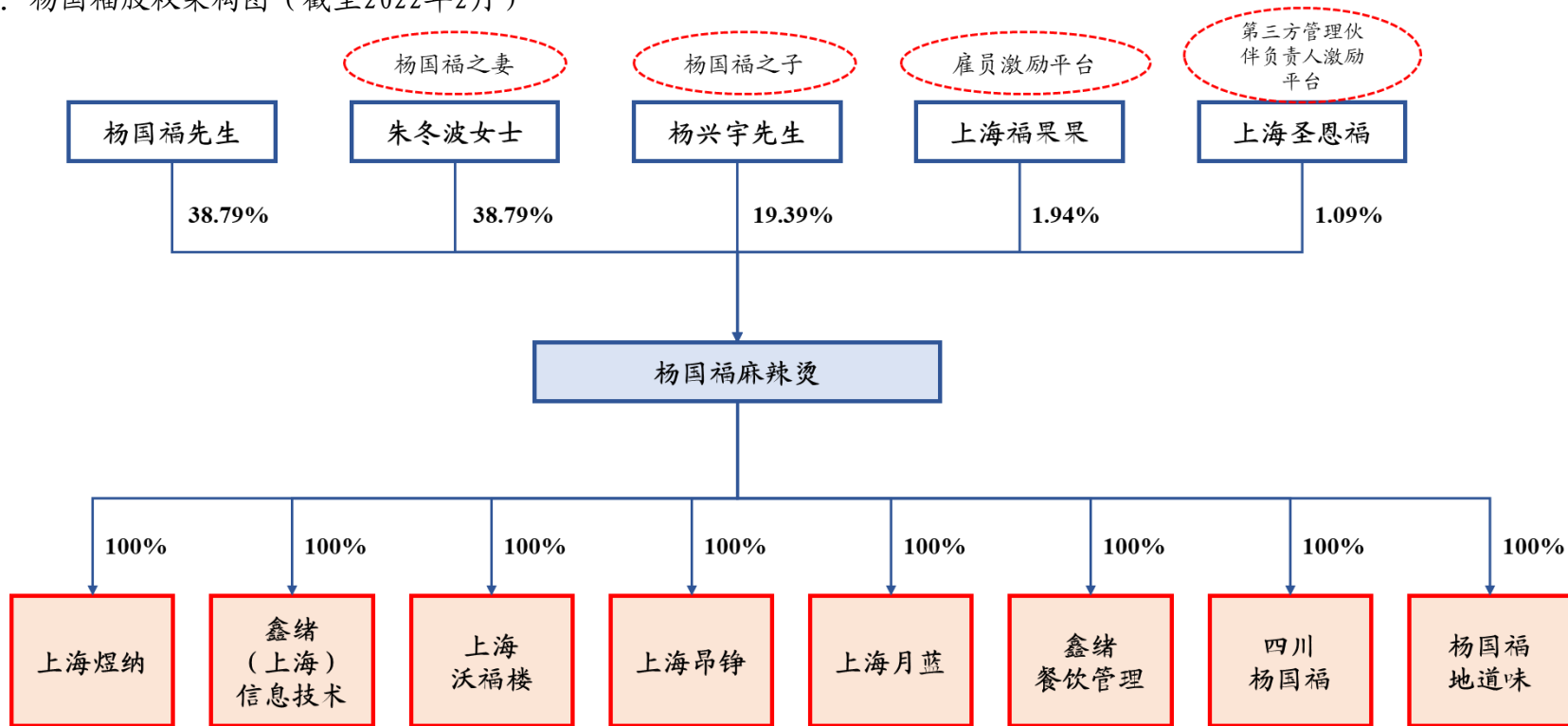


数据来源：乡村基招股书，东吴证券研究所

杨国福股权架构：创始人持股集中，员工及第三方持股利益绑定

- **杨氏家族持股集中。**截至2022年2月，杨国福董事长杨国福、朱东波（杨国福妻子）、杨兴宇（杨国福儿子）分别持股38.79%、38.79%、19.39%。
- **员工及第三方持股利益绑定。**上海福果果为员工激励平台，上海圣恩福为第三方管理伙伴负责人激励平台，这两家平台拥有公司约41.82%的表决权，分别持有公司1.94%、1.09%的股权。2022年1月，公司批准采纳雇员激励计划及第三方管理伙伴负责人激励计划。

图28：杨国福股权架构图（截至2022年2月）



管理团队：远见卓识的创始人，经验丰富的管理团队

- **老乡鸡**：创始人束从轩于2003年创立品牌前身“肥西老母鸡”。第一家餐厅开业前，束从轩就考虑到了标准化复制问题，亲自制定了6本经营手册，为未来品牌发展奠定基础。公司核心管理及技术人员在公司内任职超十年。
- **乡村基**：创始人李红拥有超25年的餐饮行业经验，专注于创新和改革中式快餐业务模式。高管团队大多拥有超十年的餐饮业经验及业务发展管理经验。
- **杨国福**：创始人杨国福、朱冬波拥有超20年的餐饮业经验，杨国福创新研发出“可以喝的麻辣烫汤底”，引领及普及“单人单锅”及“斤式自选”的先驱之一。高管团队由餐饮、零售、制造行业的专业人士组成。

表1：老乡鸡管理团队

姓名	职位	简介
束从轩	董事长	2003年创立公司，现任公司董事长，食品公司执行董事、农牧科技执行董事老乡鸡食品执行董事兼总经理等。高中学历
束小龙	副董事长	2012年起任职于公司。本科学历
束从德	总经理、监事	2007年起任职于公司，研究生学历
张琼	副总经理	2008年加入公司，历任公司IT总监、审计总监、副总经理
董雪	副总经理、董事	曾任安徽爱客满天星商贸有限责任公司监事，2019年至今任职于公司
朱先华	副总经理	2017年起任职于公司；曾任职于麦当劳、燕之坊

表2：乡村基管理团队

姓名	职位	简介
李红	执行董事、董事长兼首席执行官	乡村基创始人，拥有逾25年餐饮运营管理经验
张兴强	执行董事	共同创始人，在快餐店额日常运营方面累计超23年经验
王光祥	首席财务官	拥有丰富的会计和财务管理经验；曾于百胜中国担任高级财务经理
朱江	大米先生品牌总经理	拥有逾11年餐饮运营及管理经验
刘丽	乡村基品牌总经理	拥有逾21年餐饮运营及管理经验；2000年加入集团
徐龙翔	执行董事兼采购总监	2107年起担任集团高管，负责供应链管理和采购计划执行

表3：杨国福管理团队

姓名	职位	简介
杨国福	创始人、董事长、执行董事、首席执行官	拥有约20年作为餐饮业企业家的经验
朱冬波	共同创始人兼执行董事	拥有约19年餐饮行业的管理经验，负责集团重大经营决策，管理整体业务
杨兴宇	执行董事、首席运营官	负责品牌运营工作、信息化管理、协调各部门
孙伟	执行董事、四川杨国福董事兼总经理	拥有16年的餐饮行业管理经验；负责生产的整体管理监督及四川杨国福的整体管理
周峰	执行董事、财务总监	拥有20年财务管理经验
李双印	执行董事、董事会秘书、联席公司秘书	2017年加入后历任销售管理部、事业战略部、市场管控部管理科经理、董事长助理

2.3 门店布局：从区域走向全国，老乡鸡/乡村基主打直营，杨国福通过加盟快速扩张

- 门店网络超千家，直营为主，加盟为辅。截至2021年末，公司拥有991家直营门店、82家加盟门店。公司以直营门店销售为主，2020年开启加盟门店销售相结合的模式。2019/2020/2021年，公司直营业务分别实现收入28.4/34.3/42.9亿元，占到公司总营收的99.5%/99.2%/97.7%。
- 打造四类店型，B类为主，A类用于引流，C类为社区店，D类主做团餐。A类门店位于黄金商圈和大型交通枢纽附近，有效进行品宣和引流。B类店型占比最大，主要位于商务区、写字楼、购物中心附近，贴近商务和白领客群；C类店为社区店，主要消费者为老人、儿童及周末的年轻人；D类店主做团餐。

图29: 老乡鸡门店分布 (截至2021.12.31)

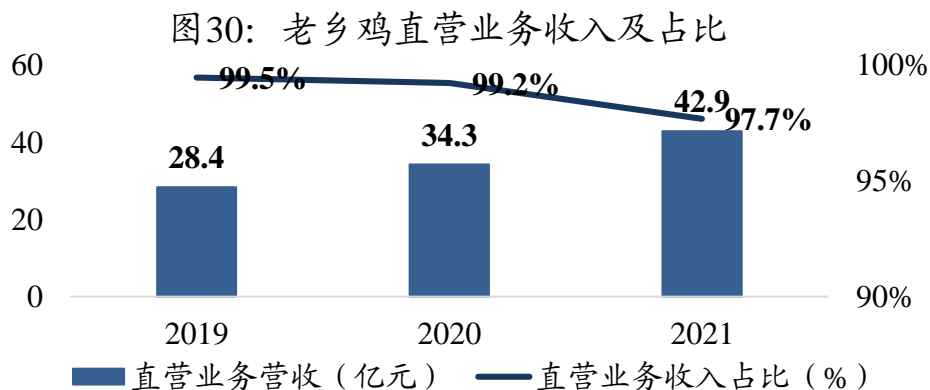


图31: 老乡鸡门店



数据来源：老乡鸡招股书，东吴证券研究所

老乡鸡：立足安徽，以华东为大本营

- **立足安徽，以华东为大本营。**自2003年首创于安徽，此后老乡鸡快速扩张，广泛覆盖安徽省各主要城市。2017年起逐步向安徽市场以外的区域扩展，入驻江苏、湖北、浙江、河南等多个省份。2020年公司进一步布局一线城市。2021年，华东/华中区域分别贡献营收占比89.1%/9.5%。未来公司将修炼内功，进一步加大华东及周边地区的市场覆盖。

图32：2019-2021年门店数量与分布（家）

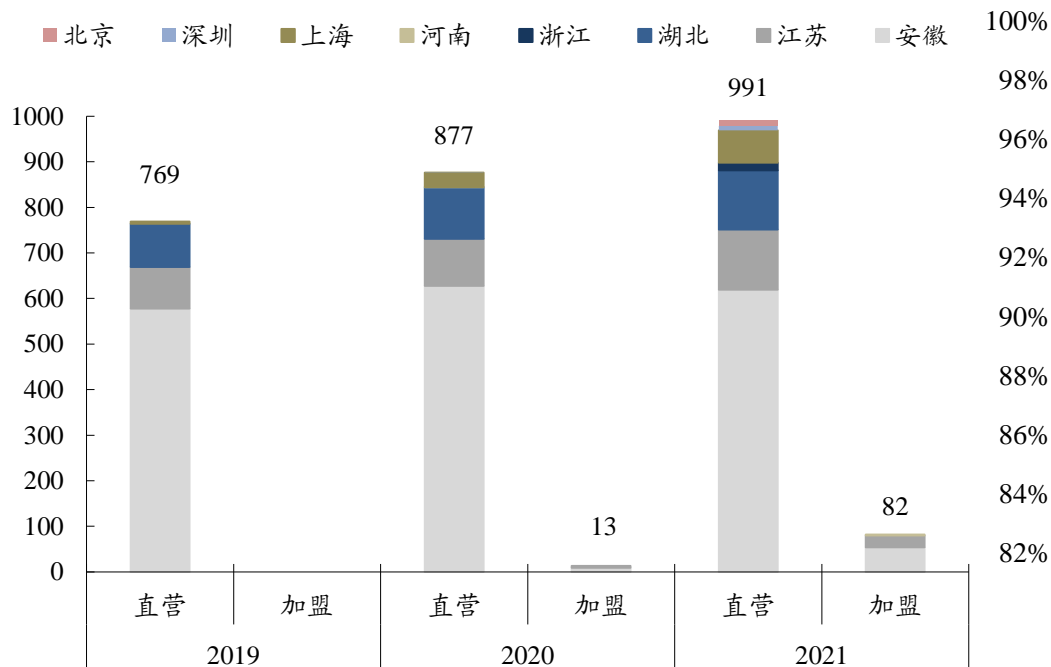
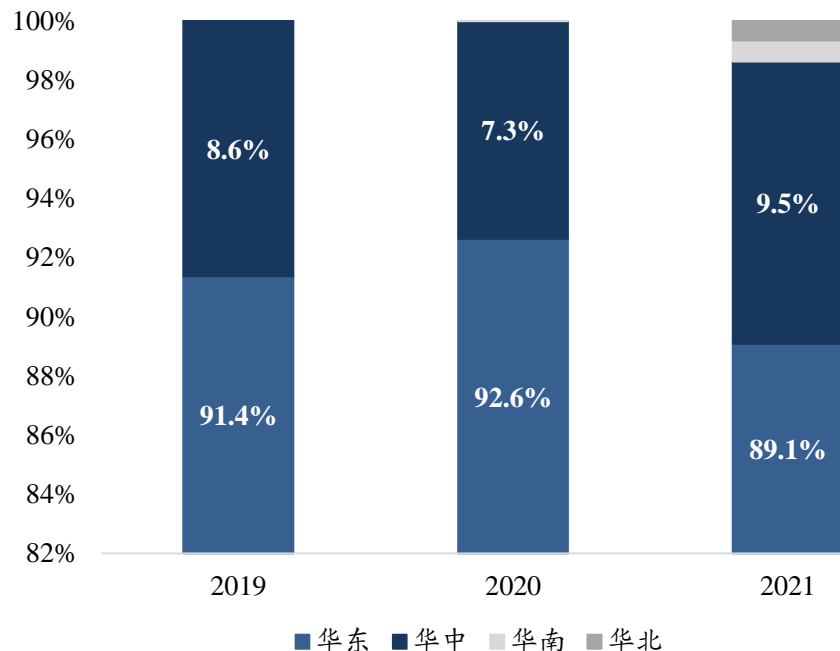
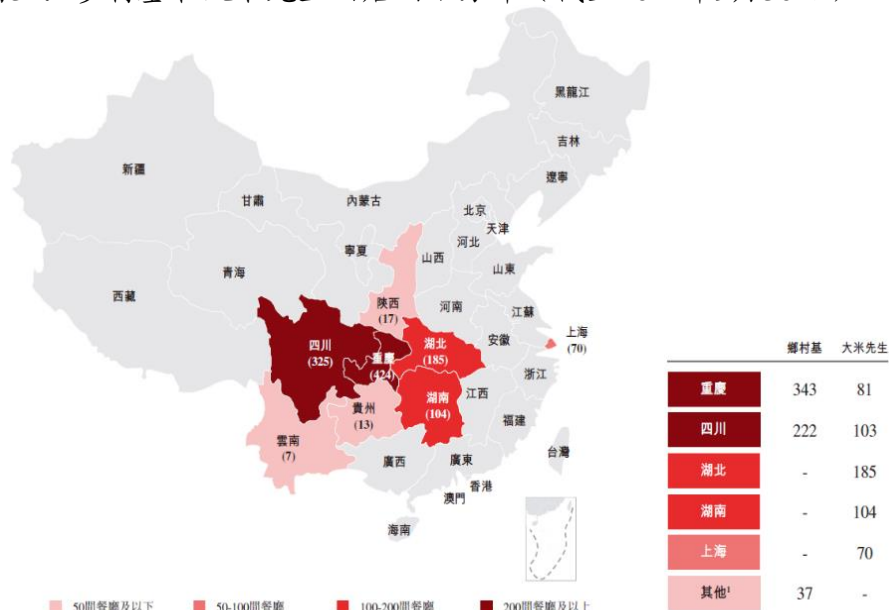


图33：2019-2021年各区域的收入占比（%）



乡村基、大米先生：专注直营，立足川渝两湖市场

图34：乡村基和大米先生门店网络分布（截至2021年9月30日）



- 截至2021年9月30日，公司共有**1,145家直营餐厅**，包括**602家乡村基餐厅**和**543家大米先生餐厅**。2019/2020/2021Q1-Q3分别净增乡村基门店99/61/72家，分别净增大米先生门店110/61/104家。
- 餐厅类型多元，满足顾客多方面餐饮需求。公司门店位置主要位于商业区、办公楼、住宅区附近。截至2021年9月30日，乡村基的主要门店位于商业区周边，而大米先生近半数门店位于办公楼附近。

图35：乡村基和大米先生门店数量（截至2021年9月30日）

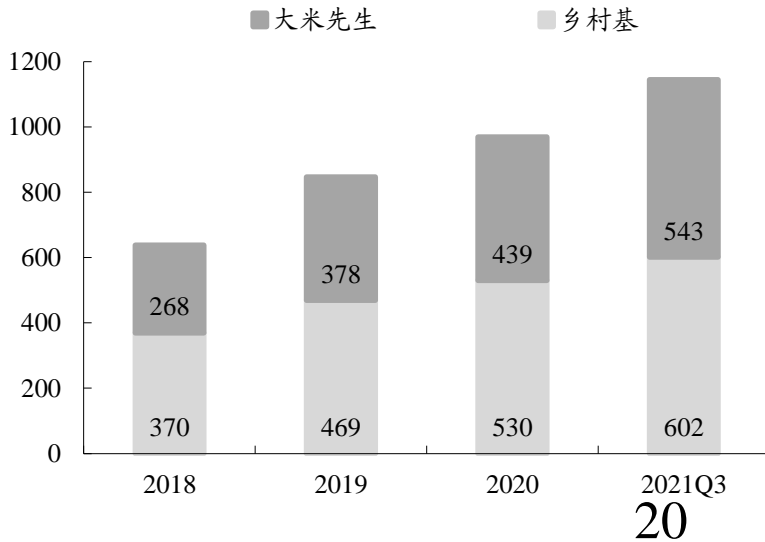


表4：乡村基和大米先生门店位置类型

类型	位置	占比（截至2021.9.30）
商业区式	在商业综合体、综合功能商业区内或商业步行街一侧	50%-60% 乡村基 30%-40% 大米先生
办公楼式	办公楼美食广场（通常位于办公楼地下层）内或办公楼临街地面层零售空间内	10%-15% 乡村基 40%-45% 大米先生
住宅区式	住宅区附近或之内，通常是邻里中心或住宅楼地面层临街小型零售空间	10%-20% 乡村基 10%-20% 大米先生
其他类型	交通枢纽（交通枢纽式）内、医院（医院式）附近及繁忙街道一侧（外卖业务类型）	10%-15% 乡村基 10% 大米先生

乡村基、大米先生：专注直营，立足川渝两湖市场

- **乡村基专注川渝市场。**截至2021年9月30日，乡村基餐厅在重庆和四川分别有343和222家门店，合计数量占比超九成。2019-2021Q3，乡村基分别净增99/61/72家门店，疫情后扩张提速。
- **大米先生主要布局于两湖和四川地区。**截至2021年9月30日，大米先生在湖北、湖南、四川、重庆和上海分别有185家、104家、103家、81家和70家餐厅。2019-2021Q3，大米先生分别净增110/61/104家门店，继续向一线和新一线城市布局。

图36：乡村基门店数

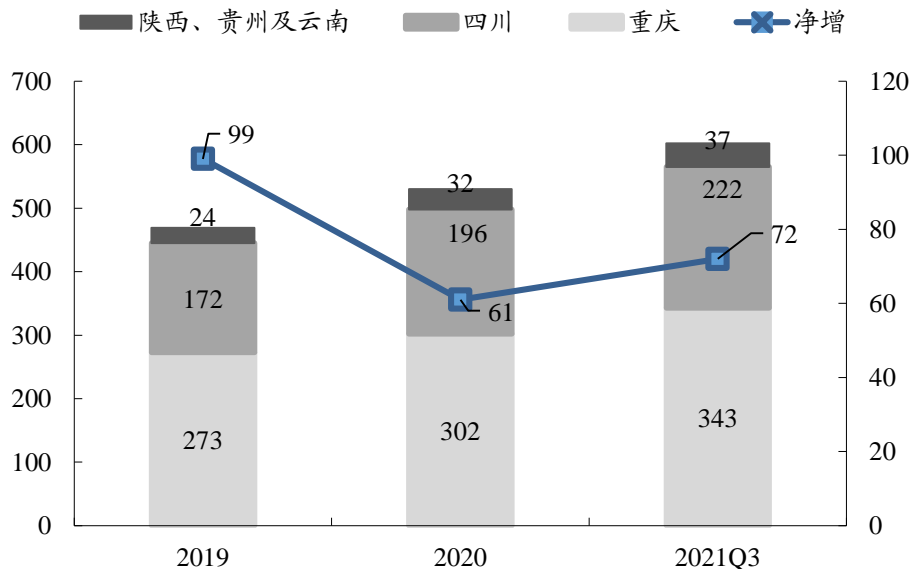
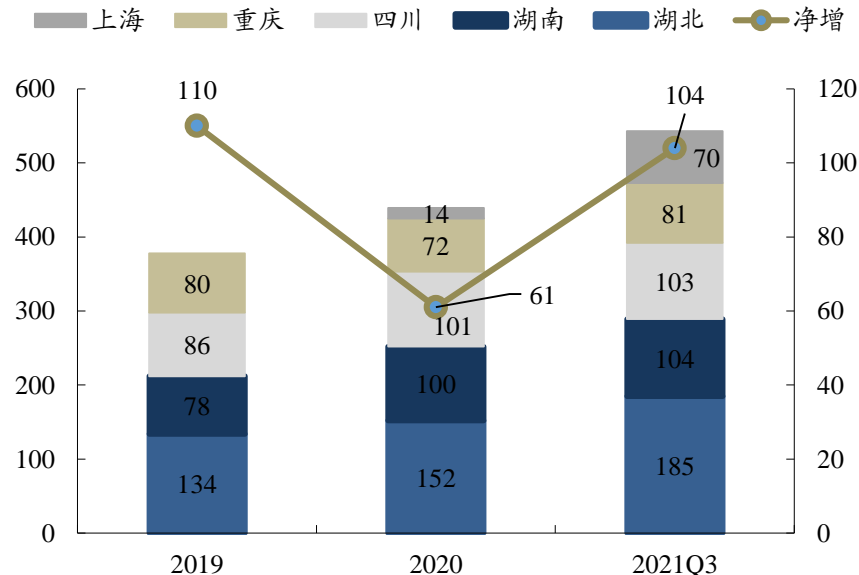


图37：大米先生门店数



杨国福：加盟网络遍布海内外，二线/三线及以下城市门店占比超九成

- **加盟餐厅遍布全国，2016年起向海外进军。**通过创造性地为麻辣烫赋予新的定义、推行标准化、易拓展的加盟模式，截至2021年9月30日，杨国福餐厅网络包含在中国境内的5,759家加盟餐厅和3家自营餐厅，以及在境外的21家加盟餐厅，共计5,783家。自营餐厅主要作为餐厅管理、日常运营和营销等的测试点。
- **二线/三线及以下城市占比超九成。**2021Q1-Q3，公司在一线/二线/三线及以下城市分别净增门店7/193/325家门店。截至2021.9.30，一线/二线/三线及以下城市门店占比分别为10.6%/42.1%/47%。二线和三线及以下城市门店数量占比达89.1%。

图38：杨国福餐厅分布（截至2021.9.30）

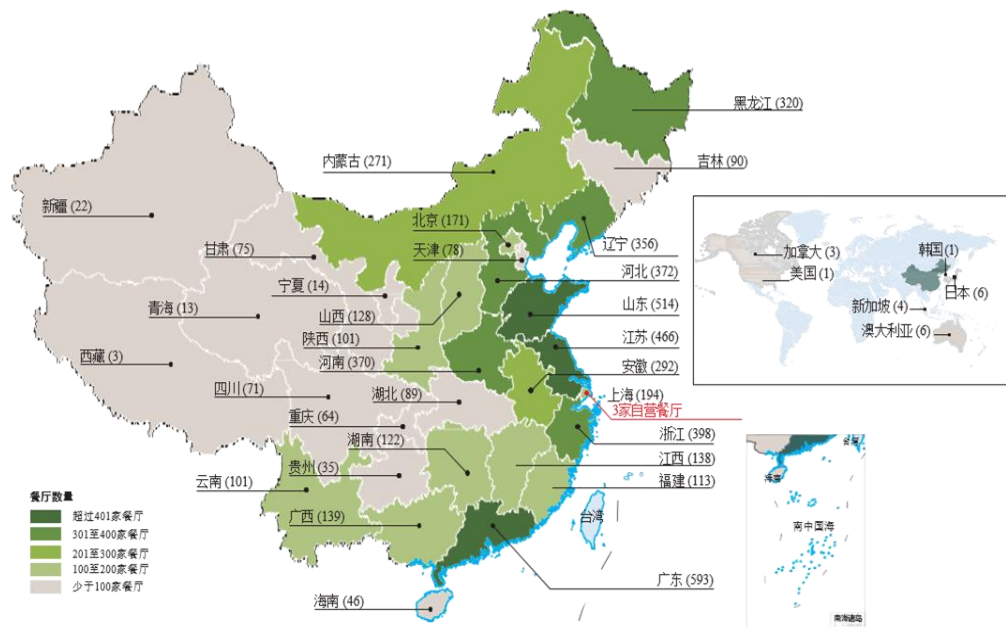
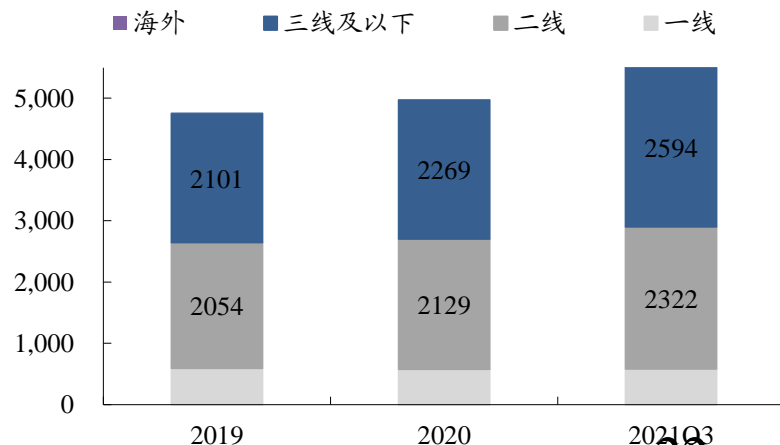


表5：杨国福各类餐厅数量

单位：家	2019	2020	2021Q3
境内加盟	4708	5236	5759
境内自营	5	2	3
境外加盟	8	15	21

图39：杨国福餐厅按线级城市分布



杨国福：二线/三线及以下城市贡献主要营收，自主+第三方管控相结合

- **二线/三线及以下城市贡献主要营收。**2021Q1-Q3，二线、三线及以下城市加盟餐厅贡献营收4.62、4.12亿元，合计贡献加盟餐厅总营收的82.6%。未来公司将继续把握下沉市场的渗透机会。
- **引入第三方管理伙伴，自主+第三方管控相结合。**2010年公司加盟网络覆盖黑龙江大部分地区及部分省外。至2014年通过引入第三方管理伙伴，加盟网络得以扩大至华北及华东地区。2015年后继续扩大网络以覆盖华东及华南地区，并自2017年起开拓海外业务。对于附近拥有充足的管理资源（如上海、四川），以及门店数量有限，自主管理更加经济高效（如海南、西藏等）的地区，公司进行自行管理。同时，伴随门店网络扩大，公司采取第三方和做管控模式，利用其在当地业务发展方面的经验和资源。

图40：公司收入结构（单位：百万元）

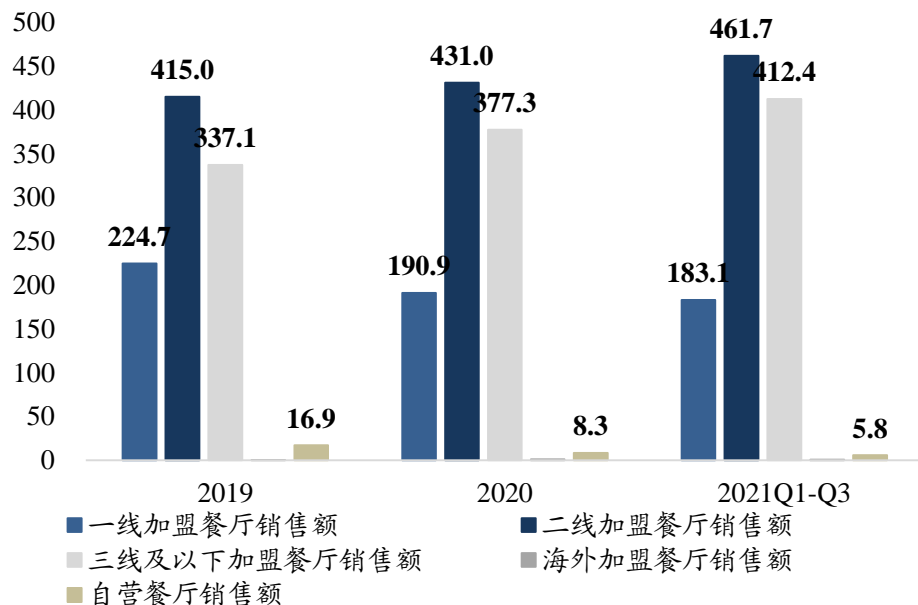
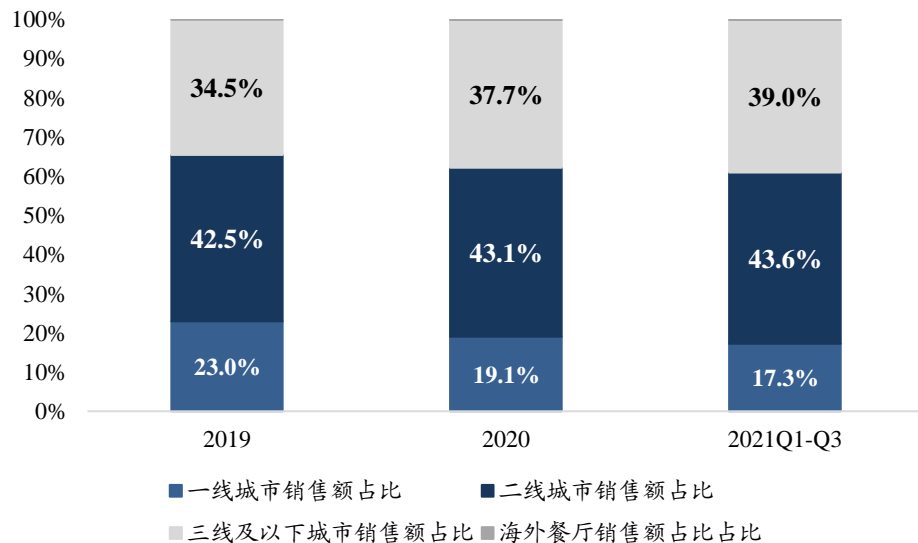


图41：加盟餐厅收入分布（单位：%）



3. 竞争优势：口味为王，标准化与一体化，多渠道布局

3.1 口味为王，菜品多样，注重研发创新

- **乡村基**：提供多元的川菜菜肴，如宫保鸡丁、麻婆豆腐等。客单价26元左右。
- **大米先生**：招牌菜辣椒炒肉、土豆红烧肉等本地化主菜及砂锅焖羊肉等时令菜肴；同时积极设计菜单迎合区域市场的本土口味。客单价22元左右。

图42：乡村基菜品



- **老乡鸡**：肥西老母鸡汤在历经近20年的市场考验后，已成为公司的主打招牌产品。在鸡汤的基础上，香辣鸡杂、鸡汁辣鱼、凤爪蒸豆米、梅菜扣肉等家常菜品同样深受消费者喜爱。客单价35-40元。

图43：老乡鸡菜品



- **杨国福**：创新地在麻辣烫汤底中加入全脂奶粉和牛骨粉等营养成分。严格把控制作汤底的原料品质，汤底由公司四川工厂自主生产，平均制作一碗麻辣烫只需不到5分钟。客单价30元左右。

图44：杨国福菜品



产品端：专业研发团队，持续研发推新

- **老乡鸡：**截至2022年5月，公司研发团队有20余人，保证产品月月上新；研发出了老乡炒土鸡、毛豆烧土鸡、农家小炒肉、金汤酸菜鱼等新一代的招牌产品，为消费者提供更多选择，为公司的全国化步伐提供了坚实的产品保障。
- **乡村基、大米先生：**乡村基每月更新菜品；大米先生每月更新菜单，每周至少供应一次新菜。在各城市均有区域产品研发团队，允许在区域层面大胆测试新想法。产品开发团队会持续提供反映季节、市场偏好和趋势变化的潜在候选菜式。公司在特别挑选的“试点”餐厅中测试新的菜品，只有在“试点”餐厅的试验产生积极反馈时，新菜品才会在全国范围内推出。
- **杨国福：**截至2021年底，研发团队共17人，由杨国福和执行董事孙伟带领。并建立了自有研发及制造中心四川杨国福。截至2021年底，公司共取得40项专利，其中自行研发的先进生产设备有助于提升生产效率，零售产品已上线售卖，成为线下的有利补充。同时，公司与以工程和农业相关专业见长的知名高校西华大学合作，进一步提升研发能力。

图45：老乡鸡研发部组织架构

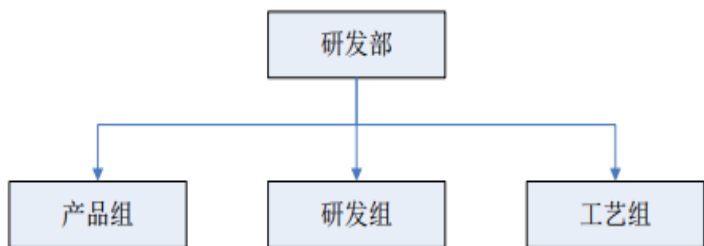


图46：乡村基时令菜品

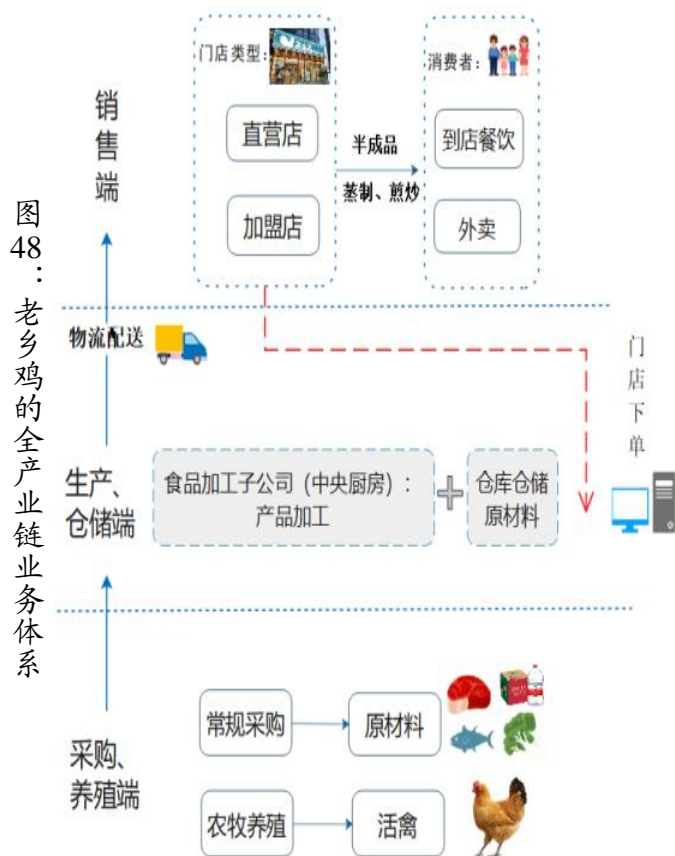


图47：杨国福成都生产研发中心



3.2 一体化产业链，强化供应链体系

- “母鸡养殖+食品加工+冷链配送+连锁经营”一体化全产业链。公司实现了从主要原材料供应、产品的加工与运输到终端连锁门店零售的全产业链布局。养殖环节在合肥市、淮南市建设3个母鸡养殖基地；生产环节建立中央厨房，对各类食材进行清洗、切割、加工、包装，制作成半成品或成；物流环节与专业冷链物流公司战略合作，对物流运输全程监控；最终由各网点提供终端餐饮服务。



- 合肥拥有一间央厨，上海央厨项目将有助于满足华东区域市场需求。截至2022年5月，公司在合肥设有一间中央厨房，主要生产产品为肥西老母鸡白条鸡、扣肉、面条、馄饨、鸡汁辣鱼料包等。合肥中央厨房距离华东地区相对较远，配送成本较高。公司计划在上海地区建设中央厨房，满足华东区域市场产品的供应需求。

表6：2021年老乡鸡前五大供应商

项目	序号	供应商	金额 (万元)	占采购 总额比例
2021 年度	1	温氏食品集团股份有限公司	10,014.05	6.26%
	2	益海嘉里食品营销有限公司安徽分公司	8,246.23	5.16%
	3	浙江浔味堂食品股份有限公司	5,994.24	3.75%
	4	合肥市道保家禽养殖专业合作社	5,655.18	3.54%
	5	合肥立华畜禽有限公司	4,533.43	2.83%
		合计	34,443.13	21.54%

- **严格甄选供应商，合作关系稳定。**公司与益海嘉里等优质供应商保持长期稳定的合作关系，实施良好的采购政策，确保原材料的低价和高品质。2019/2020/2021Q3，公司分别与358、345、470名合资格供应商合作，对前五大供应商的采购总额分别占比26.1%、23.4%、26.3%。
- **中央与区域采购团队相结合，保证食材品质，控制采购成本。**在集团内部设有两个级别的采购团队：总部的中央供应链团队和区域供应链团队。中央供应链团队负责挑选主要供应商及采购到店食材，中央供应链团队也与自有的厂房合作。区域供应链团队负责挑选合格的本地供应商及采购新鲜食材。
- **确保一体化、端到端的供应链管理体系。**通过招标甄选符合要求的供应商，鼓励从原产地直接批量采购的政策，确保及时供应新鲜优质食材。物流系统将供应商到餐厅的每一步营运流程都连接起来，形成了顺畅的配送网络，保证每日为餐厅快速稳定供应原材料。

图49：乡村基组织架构

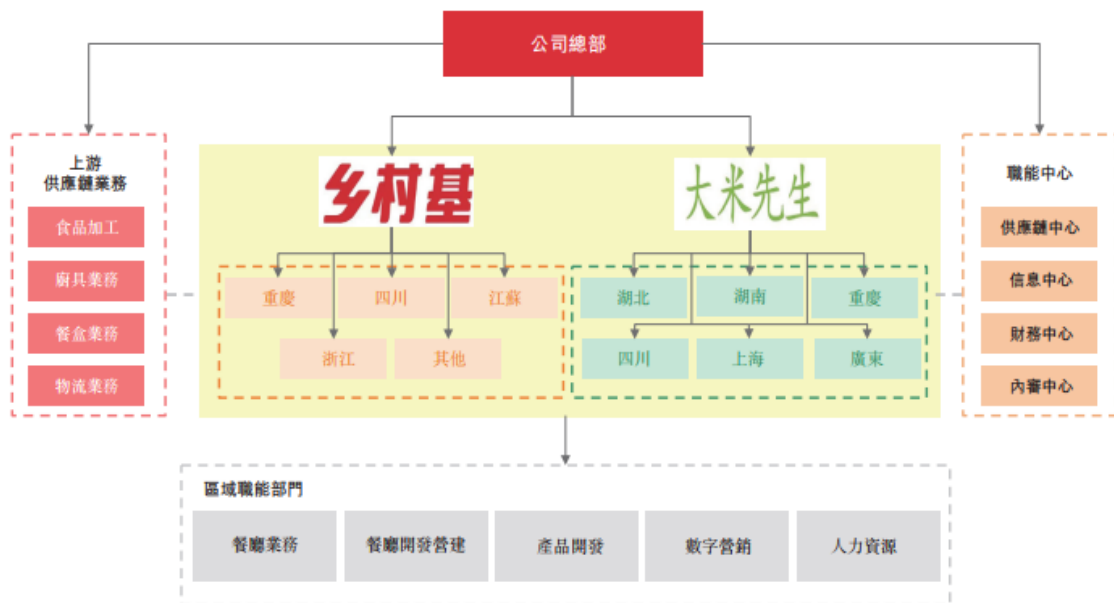


图50：2019-2021Q3乡村基供应商情况

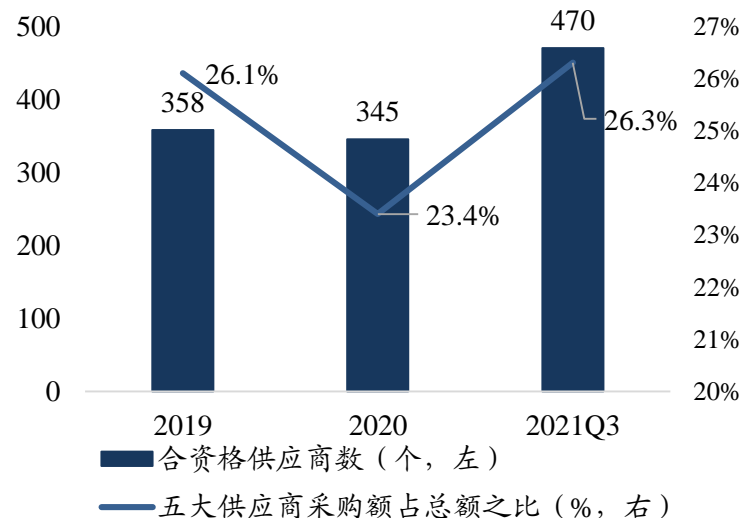


图51：汤底原材料溯源



- **上游供应商众多，关键原料选用知名品牌。**奶粉，牛骨粉，西红柿酱及西红柿粉，辣椒、花椒、黄冰糖等关键原材料具有涉及全国多地的稳定供应渠道。全脂奶粉来源于国际知名乳品品牌；牛骨粉供货商希杰集团为国际食品企业；西红柿原料供货商中粮屯河西红柿有限公司是全国领先的西红柿制品生产商。
- **四川自营工厂已实现六条产线规模化投产。**公司在四川成都建立的自营工厂拥有内部研发中心、大型化验室以及生产车间，设备由德国、荷兰、日本、瑞士的著名国际品牌制造，已实现从原料储备到成品码垛的全流程自动化生产、智能化运作。截至2021Q3，香辛料、风送、牛骨粉、汤底料、方便食品、调和油六条产线已实现规模化投产。产线的设计考虑到未来生产需求的大幅上升，设定了较高的设计产能。公司预计未来生产线的产能利用率会随着生产需求的上升而大幅提升。

表7：杨国福自产产线情况

自营工厂产能 (吨)	2019年			2020年			2021年Q1-Q3		
	设计产能	实际产能	产能利用率	设计产能	实际产能	产能利用率	9个月设计产能	9个月实际产能	产能利用率
香辛料生产线	1,600	320	20.00%	800	305	38.08%	600	393	65.45%
风送生产线									
YGF调味料	5,000	2,858	57.16%	5,000	2,170	43.39%	3,750	1,863	49.67%
麻辣拌粉	—	—	—	800	203	25.38%	600	181	30.23%
牛骨粉生产线	3,000	358	11.95%	3,000	907	30.22%	2,250	910	40.46%
汤底料生产线									
生产线A	9,000	4,721	52.46%	9,000	4,250	47.22%	6,750	3,235	47.92%
生产线B	3,000	382	12.73%	3,000	1,590	53.00%	2,250	1,536	68.25%
生产线C	—	—	—	—	—	—	2,610	776	0.2973
方便食品生产线	—	—	—	—	—	—	4,752	839	17.66%
调和油生产线									
食用植物体油	1,000	458	45.84%	1,000	651	65.09%	750	673	89.77%
双椒调和油	—	—	—	800	349	43.65%	600	234	39.00%
总和	22,600	9,098	40.26%	23,400	10,424	44.55%	24,912	10,640	42.71%

- 加盟商采用统一的采购配送系统。公司要求加盟商通过统一采购系统购买其餐厅运营中所使用的大部分食品 and 材料，确保各加盟网络提供的食品质量保持一致。大部分货品由**第三方物流伙伴**将货品配送至相关加盟餐厅；设备若干货品由获授权的供货商直接将货品配送至加盟餐厅。
- 与**第三方物流伙伴**合作，引入**数字采购物流平台**。截至2021年9月30日，公司通过与第三方物流伙伴合作，布局有10个常温食材物流基地、23个冻品食材物流基地，常温食材平均2至3日内、冻品食材平均1至2日内可送达目的地。供应链使用**ERP系统**进行综合管理，以确保采购过程（例如物流和运营效率、订单或合同管理）的数据统一性。加盟商则采用含有两个模块的**YGF 2.0订货APP**在线平台来简化向公司或向供货商采购的流程。

图52：直接配送采购流程

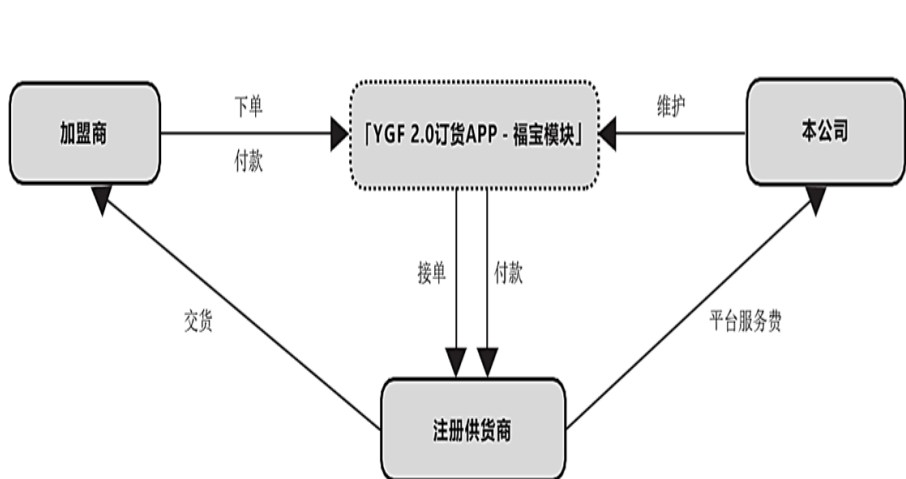
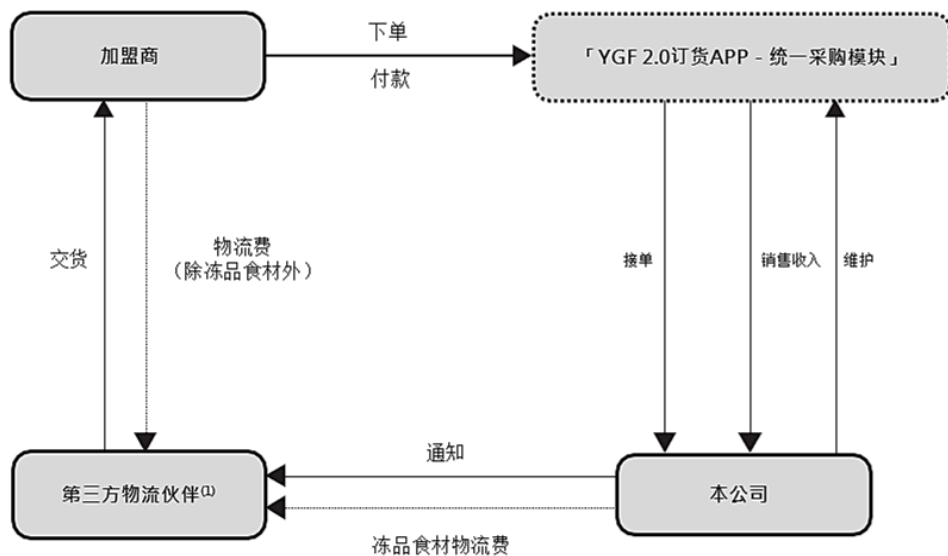


图53：第三方物流配送采购流程



3.3 标准化为帆，奠定门店扩张基础

- 作为连锁餐厅，标准化的业务模式是确保菜品口味和品牌形象的基础。
- 统一的门店装修标准和配置要求，增强品牌形象的一致性。从第一家加盟店开业起，杨国福共使用了四代装修风格，都保持温暖的色调与温馨的基调。2019年推出第四代装修风格后，所有新增加盟店面及2015年前开设者均统一采用该风格；第三代装修风格今后将按统一要求升级。老乡鸡已升级至第五代门店，突出“干净卫生”的品牌形象。
- 统一采购、标准化烹饪工序保证菜品稳定性。杨国福要求加盟商通过统一采购系统向集团购买其餐厅运营中所使用的大部分食品和材料。同时要求后厨人员严格遵守统一的食物准备程序。老乡鸡将传统的中餐烹饪方法分解成若干标准化工序，门店员工对统一配送的食材按照标准化工序进行现场制作。乡村基对热门菜品制订了专门的烹饪指引，逐步拆解传统流程，并将其编排成精细化标准的多道工序。要求厨师遵循标准作业流程，现炒现制。
- 标准化流程高效开店。三家公司通过数据驱动的分析和丰富的资源支持门店选址、确定门店类型、申请证照、店内装潢、开展营销计划等，减少新店开设的时间成本。
- 全面的培训体系。三家公司为店面员工、加盟商等不同相关方设计了各方面的培训课程。乡村基于2014年创办职工培训中心，负责落实培训制度，建立人才库系统。杨国福的多数线下课程在上海「杨国福学习中心」举办，而公司自主开发的「福咚咚APP」则提供线上培训。



消费者自选食材



食材称重&确认汤底



餐品制备

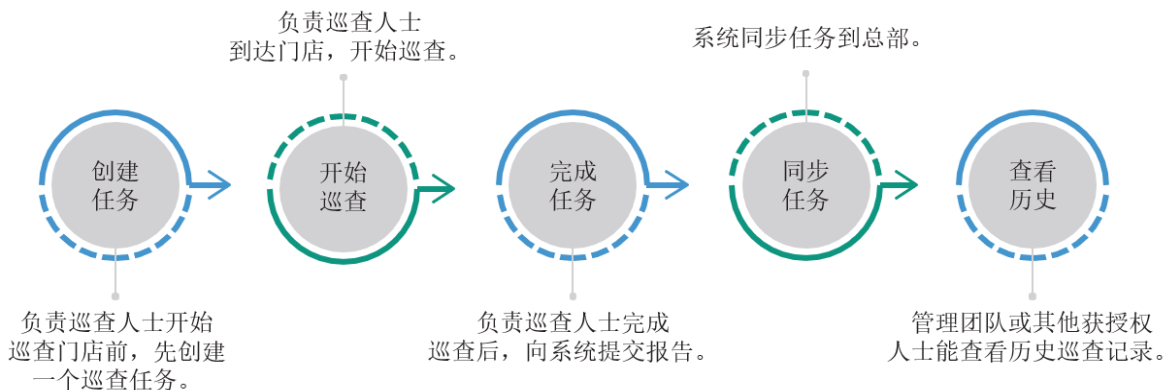


成品奉客

图 54：
杨国福消费流程

- 作为加盟餐厅，杨国福制定了严密的内外监督体系，确保品牌形象，加强加盟商管理。
- 对加盟餐厅的多个方面实施“5S标准”指引。从：(i)整理；(ii)整顿；(iii)清洁；(iv)标准；(v)素养这五个方面对餐厅日常活动和雇员自身进行要求。
- 引入数字化巡店及绩效评估机制。在直接管控地区，由公司加盟管控部的员工负责巡店，而在合作管控地区，由第三方管理伙伴派其员工负责巡店。利用公司的“YGF巡店系统”，能够及时检查、分析绩效和支持餐厅网络的运营。总部的管理团队会对餐厅的绩效进行分析，为该餐厅提供合适的反馈和指导。
- 与第三方管理伙伴共同构建严密的监督机制。在合作监管地区，第三方管理伙伴对加盟餐厅日常经营开展高频且全面的定期巡查及突击检查，并将检查结果上传内部系统。公司总部则指派专人对第三方管理伙伴进行管控和问责，从而构建环环相扣的监督体系。

图55：“YGF巡店系统”使用流程



3.4 线上线下双渠道，提升销售灵活性

渠道端：线上线下相结合，灵活调整策略

■ **老乡鸡**：形成了“线上+线下”、“堂食+外卖”的渠道销售格局。线上在天猫、微信小程序等平台开设老乡鸡商城。

■ **乡村基**：公司专门设有外卖类型门店，门店面积40-60平方米。疫情之后，外面业务营收占比有所提升，为线下客流受阻形成有利补充。2019/2020/2021Q3，乡村基外卖业务分别贡献营收占比26%/35%/34%。

■ **杨国福**：

✓ 截至2021年9月30日，公司在两大在线外卖平台上的麻辣烫餐厅已分别超过3,400家、4,000家。

✓ 公司关注消费者因疫情导致的用餐习惯变化带来的市场机遇，顺应宅文化趋势和市场对方便食品日益增长的需求，于2021年推出零售业务，进一步将“即食、即热、即烹”的理念融入品牌和产品。消费者可从线上商城和线下餐厅购买零售产品。截至2021年底，公司已有16款零售产品完成研发，并计划于2022-2023年每年分别推出20至25款零售产品。截至2021Q3，零售业务实现收入3,720万元，弥补了疫情的负面经济影响。

图56：2021Q3杨国福零售业务拆分（百万元）

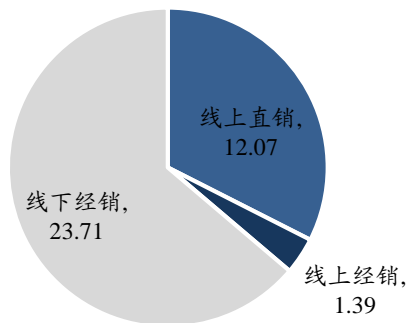


图57：乡村基外卖业务营收占比

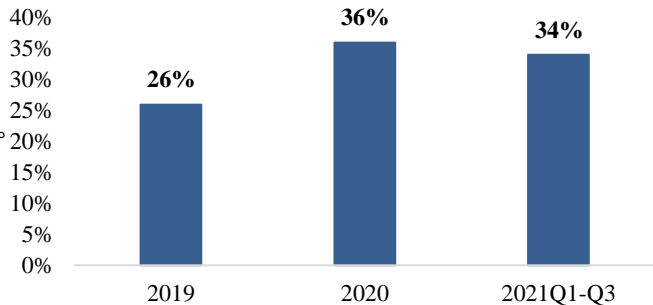


图58：杨国福零售产品



4. 单店：疫后经营改善，单店模型对比

单店：杨国福疫后经营情况改善明显

- 杨国福：疫后加盟餐厅单店销售额改善明显。2021Q1-Q3，一线/二线/三线及以下城市的加盟餐厅单店销售额同比增长44.7%/59%/42.1%，疫后经营状况持续向好。截至2021Q3，杨国福自营餐厅平均客单价为29.3元。

表8：杨国福单店情况

	2019	2020	2021Q3
单家加盟餐厅平均销售额（万元） （注：销售货品产生的收入）	20.56	20.07	19.18
一线	37.82	33.20	31.45
yoy		-12.2%	44.7%
二线	20.21	20.24	19.88
yoy		0.1%	59.0%
三线及以下	16.05	16.63	15.90
yoy		3.6%	42.1%
海外	8.68	7.98	4.06
yoy		-8.1%	-48.2%
单家自营餐厅平均销售额（万元）	282.40	207.00	194.10
yoy		-26.7%	
平均客单价（元）	34.3	32.3	29.3
每间自营餐厅平均下单数目(万单)	8	6	7

单店：疫后乡村基翻座率恢复至2019年水平，大米先生翻座率、单店日销均超越2019年水平

表9：乡村基同店情况

单位：百万元	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
乡村基单店同店店效	5.30	4.56	3.03	3.60
单个同店增速		-14.0%		18.9%
其中：同店数量	326		415	
重庆	5.69	4.91	3.22	3.84
单个同店增速		-13.6%		19.5%
同店数量	197		249	
四川	4.98	4.22	2.81	3.34
单个同店增速		-15.2%		18.8%
同店数量	112		154	
其他	2.84	2.64	2.06	2.10
单个同店增速		-7.4%		2.5%
同店数量	17		12	
大米先生单店同店店效	3.98	3.51	2.29	3.25
单个同店增速		-11.9%		42.1%
其中：同店数量	170		290	
湖北	3.81	3.89	2.17	3.51
单个同店增速		1.9%		61.5%
同店数量	27		87	
湖南	4.27	3.79	2.60	3.03
单个同店增速		-11.2%		16.6%
同店数量	50		67	
四川	4.05	3.18	2.18	3.19
单个同店增速		-21.5%		46.2%
同店数量	45		75	
重庆	3.71	3.31	2.24	3.20
单个同店增速		-10.9%		42.8%
同店数量	48		61	

■ **乡村基**：截至2021Q3，乡村基总体翻座率为2.8，恢复至2019年水平；单店日均销售额为1.21万元，恢复至2019年的88.3%。同店方面，2021Q3的单店同店店效同比增长18.9%，实现360万元。其中，重庆的单店同店店效最高，为384万元；且同比增速最快，达19.5%。

■ **大米先生**：截至2021Q3，总体翻座率实现4.2，单店日均销售额达1.23万元，均已超越2019年水平。截至2021Q3，每单平均消费额为22元，其中上海达34.9元。同店方面，2021Q3的单店同店店效同比增长达42.1%，实现325万元。其中，湖北同比增长最快，达61.5%。

单店：疫后乡村基翻座率恢复至2019年水平，大米先生翻座率、单店日销均超越2019年水平

表10: 乡村基单店情况

表11: 大米先生单店情况

	2019	2020	2021Q3
单店日均销售额 (万元)	1.37	1.18	1.21
重庆	1.50	1.31	1.31
yoy		-12.8%	2.0%
四川	1.26	1.07	1.14
yoy		-15.1%	9.0%
其他	0.79	0.73	0.69
yoy		-6.8%	-4.4%
每单平均消费额 (元)	26.6	25.6	25.9
重庆	27.2	27.3	26.6
yoy		0.4%	-7.0%
四川	25.7	23.0	24.9
yoy		-10.5%	5.5%
其他	25.5	24.9	23.9
yoy		-2.4%	-6.6%
单店日均下单量 (单)	515	463	468
重庆	551	478	491
yoy		-13.2%	9.6%
四川	490	463	459
yoy		-5.5%	3.4%
其他	309	294	289
yoy		-4.9%	2.5%
总体翻座率 (次/天)	2.8	2.2	2.8
单店日均坪效 (元)	53.0	49.7	56.4

	2019	2020	2021Q3
单店日均销售额 (万元)	1.02	0.99	1.23
湖北	0.98	1.04	1.24
yoy		6.3%	25.1%
湖南	1.10	1.03	1.07
yoy		-6.0%	3.9%
四川	1.06	0.87	1.16
yoy		-18.1%	36.5%
重庆	0.98	0.98	1.18
yoy		0.5%	24.9%
上海	-	1.78	1.95
yoy		-	3.4%
每单平均消费额 (元)	22.7	21.5	22.0
湖北	22.7	22.2	21.5
yoy		-2.2%	-4.4%
湖南	23.5	20.5	21.0
yoy		-12.8%	1.9%
四川	22.7	20.4	20.8
yoy		-10.1%	2.0%
重庆	22	22.5	20.3
yoy		2.3%	-12.9%
上海	-	32.8	34.9
yoy		-	6.1%
单店日均下单量 (单)	450	460	557
湖北	432	470	577
湖南	469	505	508
四川	467	425	556
重庆	445	437	581
上海	-	544	558
总体翻座率 (次/天)	3.3	3.4	4.2
单店日均坪效 (元)	45.9	49.0	65.5

单店模型：乡村基在直营餐厅中OPM较高，杨国福加盟餐厅OPM约30%

表12: 各品牌单店模型

	老乡鸡	乡村基	大米先生	杨国福(加盟店)	九毛九	海伦司	奈雪的茶
老乡鸡/乡村基/大米先生/杨国福四个品牌中，							
前期投入(万元)	100	90	90	50	250	90	125
收支平衡期(月)	9-18个月	12-18个月	12-19个月	10个月	7个月	9-10个月	11-12个月
✓ 老乡鸡客单价最高，约32元，单店收入较高。而杨国福由于店面面积较小，坪效最高，为3.5万元/平米。	翻座率(次/天) 5(座流转率)	2.8	4.2	3			
	人均消费(元)	32	26	30	80	43	39
	单店收入(万元)	550	360	325	1314	430	450
	面积(平米)	270	150	150	250	420	150
	坪效(万元/平米)	2.04	2.40	2.17	3.50	1.02	3.00
	原材料成本(万元)	200	151.2	136.5	512.46	133.3	155.25
	/收入	37%	42%	42%	39%	31%	34.5%
✓ 成本端，乡村基和大米先生原材料成本较高；杨国福加盟餐厅的员工成本和租金成本相对较低。另外，老乡鸡/乡村基/大米先生单店分别有约5%/5%/6%的广告宣传费率用于门店促销活动。	职工薪酬(万元)	100	54	48.75	27.3	191.7	77.4
	平均员工数(人)	15	17	17	4	27	9
	人均薪酬(万元/人)	6.67	3.18	2.87	6.83	7.10	8.60
	/收入	18%	15%	15%	13%	15%	20%
	租金费用(万元)	85	43.2	45.5	25.2	212 (租金+折摊)	51.6
	/收入	15%	12%	14%	12%	16%	12%
	广告宣传费(万元)	27.5	18	19.5			
	/收入	5%	5%	6%			
	折旧摊销(万元)	30	18	16.25	10.5		17.2
	/收入	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%		4.0%
✓ 最终估算老乡鸡/乡村基/大米先生/杨国福的餐厅层面OPM分别为10.9%/15%/12%/30%。	配送开支(万元)						15.75
	/收入						3.5%
	水电开支及杂项支出(万元)	44	21.6	19.5	10.5	46	27.1 (含员工房租)
	/收入	8.0%	6%	6%	5.0%	4%	6.3%
	单店经营利润(万元)	60.0	54.0	39.0	63.0	351.8	123.4
	OPM	10.9%	15.0%	12.0%	30.0%	26.8%	17.5%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

注：翻座率=堂食总订单数/(餐厅营业总天数*座位总数)；座流转率(次/天)=堂食总消费人次/(营业天数*设计座位数)；

5. 财务分析：老乡鸡盈利及运营能力优于乡村基，杨国福加盟模式展业绩韧性

盈利能力：老乡鸡营收领先且稳定增长

- **老乡鸡收入领先，且稳定增长。**老乡鸡2020/2021年营业收入为34.5/43.9亿元，同比增长20.8%/27.2%。乡村基和杨国福2020年的营收分别为19.8亿元（yoy-4.1%）、11.1亿元(yoy-5.7%)。老乡鸡在疫情扰动下营业收入维持高位且保持稳定增长，其中2021年直营业务收入占比为97.7%（yoy-1.5pct）。
- **杨国福展现业绩韧性，2021Q1-Q3乡村基归母净利转正。**2020年，老乡鸡/乡村基/杨国福的归母净利同比增速分别为-33.9%/-107.2%/-7.1%。乡村基2020年录得归母净亏损-572万元；杨国福和老乡鸡2020年分别实现归母净利1.65/1.05亿元。2021Q1-Q3，乡村基归母净利转正，实现1.63亿元；杨国福实现1.96亿元。2021年老乡鸡归母净利同增28.1%，实现1.35亿元。

图59：可比企业营收（百万元）及增速

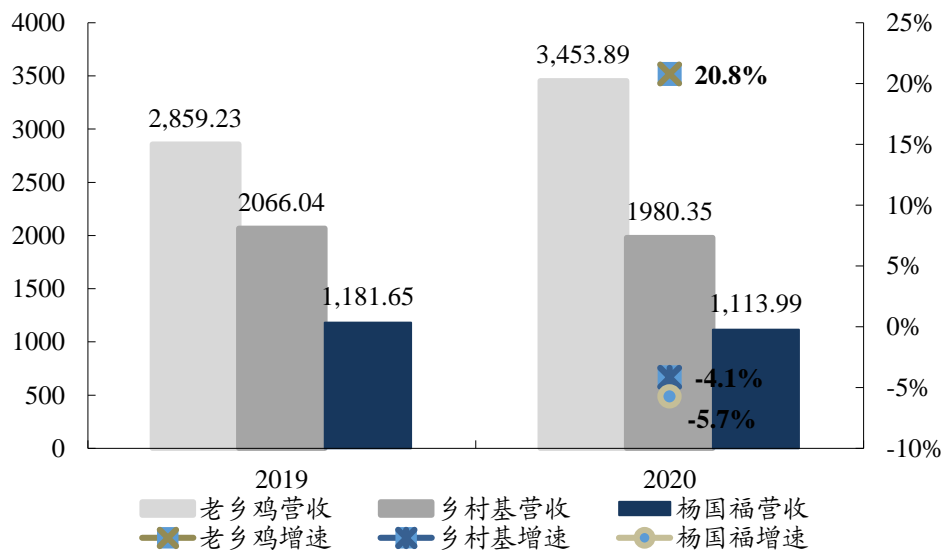
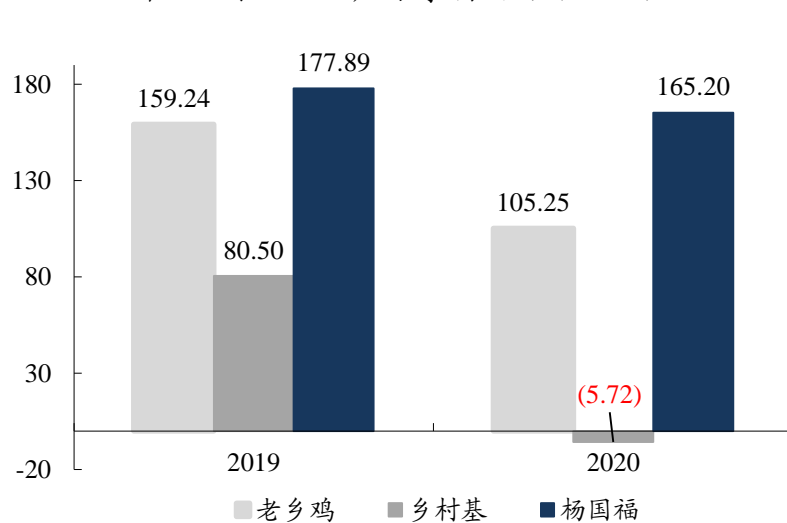


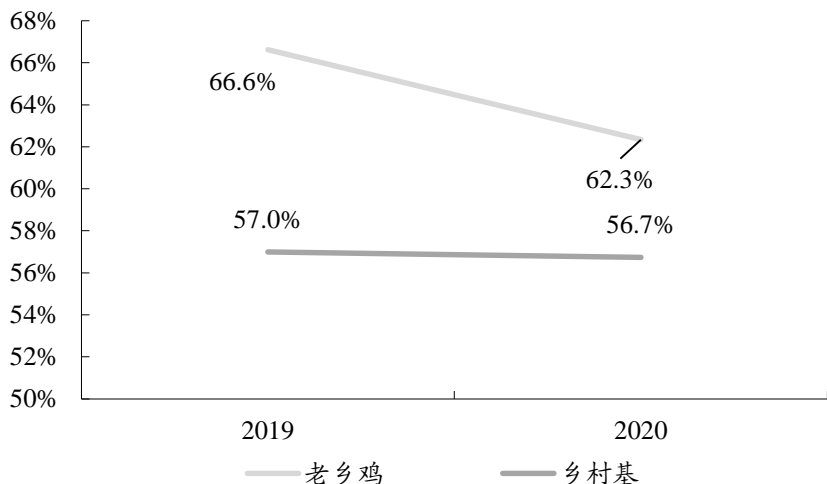
图60：可比企业归母净利润（百万元）



盈利能力：老乡鸡毛/净利率高于乡村基，杨国福展 现业绩韧性

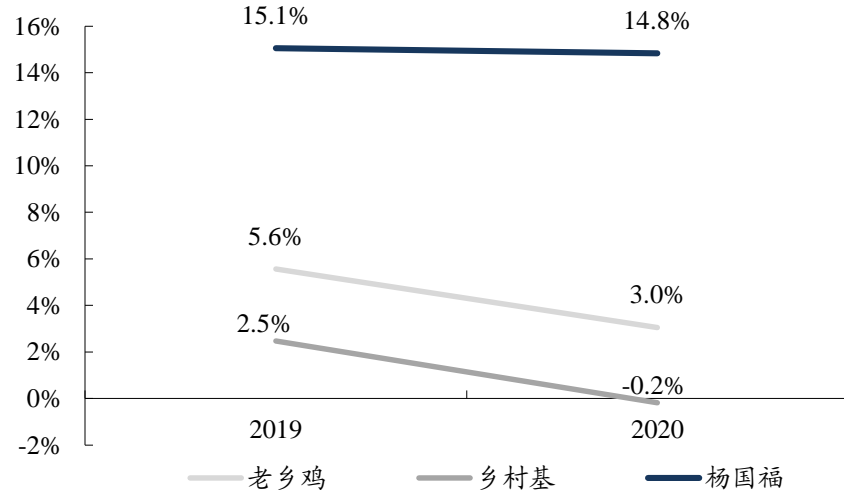
- 乡村基毛利率低于老乡鸡，杨国福毛利率逐年提升。按照仅扣除原材料采购成本计算，2019/2020/2021年老乡鸡的毛利率为66.6%/62.3%/62.7%，2019/2020/2021Q1-Q3乡村基的毛利率为57%/56.7%/57.6%。2020年毛利率下滑主要反映了原材料成本上升、人工成本上升和疫情影响，2021年以来毛利率均有所回升且乡村基已超越2019年水平。杨国福的销售成本包括员工成本、折旧及其他生产成本，无法直接与老乡鸡、乡村基比较。2019/2020/2021Q1-Q3杨国福的毛利率为27.9%/28.7%/30.2%，毛利率逐年提升主要得益于四川工厂的规模效应及产品结构升级。
- 乡村基归母净利率低于老乡鸡，杨国福归母净利率水平较稳定。2020年，受疫情影响三家公司归母净利率水平均有所下滑，杨国福/老乡鸡/乡村基分别同比下滑0.2/2.5/2.7pct，加盟模式下杨国福业绩韧性较强。2021Q1-Q3，杨国福和乡村基的归母净利率分别为16.9%/4.8%，2021年老乡鸡归母净利率为3.1%。

图61：可比企业可比毛利率



注：杨国福的销售成本包括员工成本、折旧及其他生产成本，无法直接与老乡鸡、乡村基比较

图62：可比企业净利率情况



营运能力：老乡鸡运营能力较强

- **老乡鸡存货流动性强。**2019-2020年，老乡鸡的存货周转率分别为28.3次和24.9次，相比乡村基和杨国福处优势地位，营运能力良好。
- **老乡鸡和杨国福的应收账款回收情况良好。**2020年老乡鸡的应收账款周转率为364次，应收账款主要针对美团、饿了么等线上平台、大客户和加盟商。杨国福2019/2020年应收账款周转天数均不足一天，主因加盟协议要求杨国福加盟商在交货前结账，从而实现应收款项的快速周转。

图63：可比企业存货周转率对比

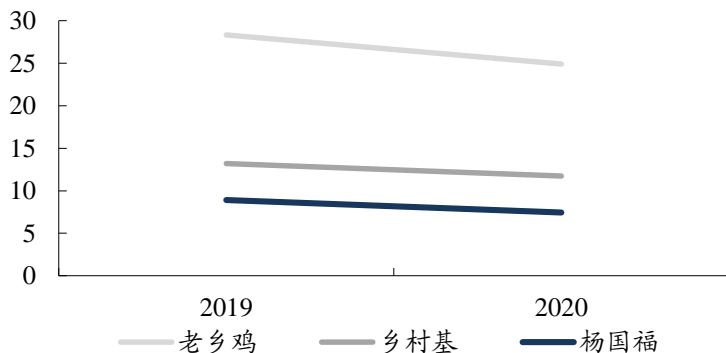


图64：应收账款周转率对比

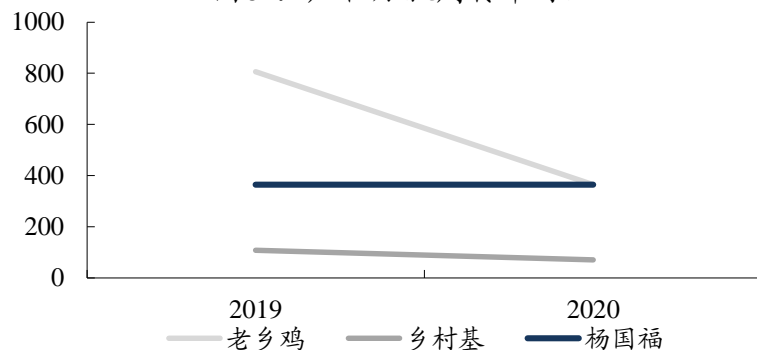


表13：可比企业2020ROE拆解对比

	老乡鸡	乡村基	杨国福
ROE (%)	12.05	-0.55	35
销售净利率 (%)	3.05	0.18	14.8
资产周转率 (次)	2.45	1.18	1.27
权益乘数	1.61	2.61	1.87

6. 募集资金投向：注重门店扩张、供应链建设、信息化升级

■ 三品牌2022-2024年都将着重投资于门店拓展、供应链建设、数字化与信息化升级三大方面。

1) 餐厅网络拓展上，老乡鸡计划在10个重点城市开设700家直营门店；乡村基计划至少开设930家新餐厅并按需翻新现有餐厅；杨国福计划至少开设3000家国内加盟店并适时开设直营店；

2) 供应链建设上，老乡鸡计划于上海建设中央厨房支持华东地区门店运营，乡村基计划新设8-10个区域仓库，杨国福持续提升物流与仓储能力及产品规划与研发能力、升级生产设施支持业务发展；

3) 数字化与信息化升级上，三大品牌都将持续推进在门店、整体业务运营平台、生产设备、会员管理等方面的数字化与信息化提升；

除上述三大方面投入外，杨国福还计划将资金投入于零售业务上。

表14: 老乡鸡募集资金用途 (单位: 亿元)

项目名称	建设内容	总投资	募集资金使用规模	使用比例
老乡鸡华东总部项目	于上海建设中央厨房, 将承载上海及周边未来 1,200 家老乡鸡门店的产品加工、仓储及配送功能;	6	4.75	39.58%
新增餐饮门店建设项目	3 年内在上海、南京、苏州、深圳、北京、武汉、杭州、合肥、芜湖和六安等 10 个重点城市开设 700 家直营门店;	8.1	5.1	42.5%
数据信息化升级建设项目	用户数字化建设、公司信息化平台升级、供应链数字化建设和门店设备信息化升级;	2.15	21.5	17.92%
合计		16.25	12	100%

表15: 老乡鸡门店拓展计划

序号	所在省份	所在城市	新增门店数量	第一年数量	第二年数量	第三年数量
1	上海	上海	225	70	75	80
2	江苏	南京	105	30	35	40
3		苏州	45	10	15	20
4	广东	深圳	50	15	15	20
5	北京	北京	45	10	15	20
6	湖北	武汉	90	25	30	35
7	浙江	杭州	80	20	25	35
8	安徽	合肥	30	10	10	10
9		芜湖	15	5	5	5
10		六安	15	5	5	5
合计			700	200	230	270

表16: 乡村基募集资金用途

资金主要用途	建设内容
扩展餐厅网络	未来三年内开设新餐厅并按需翻新现有餐厅
加强供应链能力	计划建立8-10个区域仓库并配置在已打入或预期打入的主要城市
提升技术能力	资金将于投资餐厅与整体业务运营的数字化与智能化、加强会员管理数字化

表17: 2022-2024年乡村基门店扩张计划数量

单位: 家	乡村基	大米先生	总计
2022年新开门店数	90-110	160-180	250-290
2023年新开门店数	140-160	200-240	340-400
2024年新开门店数	不少于2023年新开设数量		

表18: 2022-2023年乡村基门店扩张战略

单位: 家	乡村基	大米先生
现有市场	70-90 (重庆、四川)	150-180
新市场	160-180 (一线、新一线)	210-230 (一线、新一线)

表19: 杨国福募集资金用途

资金主要用途	建设内容
拓展餐厅网络	<p>境内布局上，继续侧重加盟模式，在高线城市策略性增加加盟餐厅的同时向低线城市逐步渗透。计划在国内交通枢纽等潜力商圈拓展加盟餐厅并适时增加一定量的自营餐厅，于2022-2024每年在中国开设不少于1,000家加盟餐厅；</p> <p>国际化布局上，计划建立海外业务管理中心，以亚洲为出发点辐射海外，从海外区域华人聚集区出发逐步向外辐射，视国际环境落实全球化布局；</p>
提升技术能力	推动“五个在线”数字化蓝图建设，具体计划优化CRM系统、升级在线学习系统、构建私域社群运营体系、建设全供应链可视化信息系统、构建数据中台
进一步发展零售业务	<p>产品品类上，计划于2022、2023年每年分别推出约20-25款零售产品；</p> <p>销售渠道上，加强覆盖线上及线下市场的现有全渠道经销体系；</p>
提升供应链能力	<p>生产设施升级上，支持加盟餐厅业务、丰富品牌组合、扩大零售产品供应；</p> <p>研发能力提升上，进一步增加对四川工厂的研发中心投入，建立全渠道规划，提升产品规划能力；</p> <p>物流与仓储上，计划增加对第三方物流及仓储的准入监控、加深与第三方物流及仓储合作伙伴的合作，建立创新合作方式，提高工作效率；</p>
投资未来潜在战略扩张机遇	将寻求通过购买麻辣烫价值链上游及中游的业务（如原材料供应、供应链服务业务等）扩充现有业务

7. 投资要点

- 展望后市，疫情反复仍是餐饮行业最大的不确定性。2020年我国餐饮连锁化率仅17.4%，发达国家平均连锁化率达47.2%，长期来看行业品牌化&连锁化趋势仍在加速。
- 连锁中式快餐在快餐行业中占据主导地位，高度分散的竞争格局下龙头逆势扩张提升市占率。同时，在不确定的大环境下，标准化的经营模式、一体化的产业链、线上线下多渠道发力的竞争优势有助于龙头公司展现经营韧性，构建护城河。伴随疫情防控稳健，我们看好餐饮龙头后疫情时代业绩向上弹性，建议关注**老乡鸡，乡村基，杨国福**。

8. 风险提示

- **疫情持续蔓延，宏观经济波动风险。**疫情仍是餐饮行业最大的不确定性，防疫政策趋严导致线下客流受阻，堂食比例下降，同时疫情持续反复和宏观经济波动会对个人可支配收入以及消费意愿对餐饮支出具有影响。
- **食品安全风险。**餐饮行业可能面临食品污染和责任申索的固有风险，企业可能无法检测供应商提供的原材料的所有瑕疵，同时加盟商或雇员未必完全遵守规定的质量程序，可能对品牌价值造成不利影响。
- **原材料涨价风险。**企业积极控制成本，但可能受无法控制的因素影响，包括季节性波动、气候状况、自然灾害、供需求波动等，导致公司成本上涨。
- **行业竞争加剧风险。**餐饮业进入门槛低，公司市场份额可能受竞争者进入的影响，进而难以保持现有的销售水平与客流量，对餐厅盈利预期增长产生不利影响。
- **门店扩张不及预期风险，持续加密致分流风险。**受疫情影响，门店扩张节奏可能不及预期。受市场竞争程度、顾客口味、战略落地等多方面影响，新门店可能需要比预期更长的时间才能达到理想的销售水平，且新门店可能会对原有门店造成销售分流。

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

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

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园