

# “庖丁解牛” 拆析招股书（八）—— 乡村基：国内最大中式快餐直营龙头，双品牌打造 极致性价比

刘文正、饶临风



## 摘要

- **乡村基是国内规模最大的直营快餐龙头，双品牌战略驱动高成长。**据弗若斯特沙利文，2020年按连锁餐厅数量计，乡村基是中国最大的直营快餐集团，共有969家。乡村基成立于1996年，2011年孵化新品牌大米先生。深耕25年，公司致力于提供“好吃不贵”的中式现炒快餐。乡村基面向全年龄段，提供极致性价比的川味现炒；大米先生面向上班族，定位类食堂业态。公司以全直营模式拓店，截至21Q3，门店总数达1145家，其中乡村基602家，大米先生543家；乡村基加密布局川渝地区，大米先生东扩至鄂湘沪。2021Q1-Q3公司实现餐厅经营收入22.6亿元/YoY+64.5%，外卖业务收入11.6亿元/YoY+44.0%，双品牌驱动下公司营收成长迅速。
- **中式快餐行业高速增长，乡村基市占率居首。**快餐行业总体规模中，中式快餐规模占比超七成，占据主导地位。2016-2019年，中式快餐市场规模由5648亿元增长至7557亿元，CAGR达10.2%。据弗若斯特沙利文，预计2025年中式快餐市场规模将达到1.27万亿元，2020-2025年CAGR达14.0%。随着冷链物流与预制菜技术的成熟，中式快餐连锁化、标准化程度有望持续加深。按连锁餐厅所得收入计，2020年中式快餐CR5约为28.6%，其中乡村基市占率位列第一，达6.8%。
- **竞争优势：极致性价比+标准化运营+双重供应链，打造中式快餐优质品牌。**公司致力于提供极致性价比的现炒快餐，乡村基、大米先生持续渗透川渝/华中优势市场，发力一线新一线城市拓店，密集布局商业区及办公楼。菜品烹饪流程拆解成多道精细化工序，高度标准化保证品质及口味一致性。依托中央+区域双重供应链体系及庞大的供应商网络，保障餐厅原材料稳定供应，同时对上游供应商议价权增强。2021年乡村基/大米先生单店日均销售额分别为1.21万/1.23万。新品牌大米先生翻台率达4.2次，高于可比同行。门店一般在运营的第一个月达到盈亏平衡，投资回报周期为12-18个月。乡村基采用“小型餐厅”战略，投资回收期缩短，通常为12个月以下。
- **成长前瞻：募资用途主要为扩张餐厅网络、翻新门店装修、加强供应链能力以及升级技术支持。**乡村基计划2022/2023/2024年分别拓店90-110家/140-160家/不少于2023年，进一步提升西南地区领导地位，发力拓展苏州、杭州等一线新一线城市；大米先生计划2022/2023/2024年分别拓店160-180家/200-240家/不少于2023年，华中地区加密布局以巩固领先地位，借助上海经验扩展一线新一线城市。
- **风险提示：疫情反复风险，门店拓展不及预期，食品安全风险**



01

**概况：国内最大中式快餐直营龙头，双品牌齐头并进**

02

**中式快餐万亿市场潜力巨大，乡村基市占率居首**

03

**乡村基竞争优势：极致性价比+标准化运营+双重供应链，打造中式快餐千店龙头**

04

**财务分析**

05

**成长前瞻**

06

**风险提示**

CONTENTS

# 目录



# 01. 概况：国内最大中式快餐直营 龙头，双品牌齐头并进

# 1.1 乡村基：国内最大中式快餐直营集团，深耕川渝扩展全国

➤ 公司简介：源于重庆面向全国，双品牌发力渗透新市场

◆ 深耕中式快餐行业25年，连锁餐厅数及所得收入位列第一

- 乡村基是国内规模最大的直营快餐集团，坚持“好吃不贵”的长期经营理念，致力于为消费者提供多样、平价的中式现炒快餐。乡村基创立于1996年，面向全年龄段消费者，提供极具性价比的川味快餐。2010年乡村基门店数量突破100家并于纽交所成功上市，成为第一家赴美上市的中式快餐连锁企业。2011年，新品牌大米先生成立，致力于为上班族提供“类食堂”的现炒快餐服务。2016年公司私有化退市后，两大品牌门店网络快速扩张。截至21Q3，公司门店数共1145家，其中乡村基/大米先生分别拥有602/543家。双品牌地域性优势显著，引领川渝及华中地区中式快餐市场，并迅速向一线城市及江浙地区扩张。得益于高度标准化下的规模优势，据弗若斯特沙利文，按2020年连锁餐厅数及所得收入，乡村基成为中国最大直营中式快餐集团，市场份额达6.8%。

图表：乡村基发展历史



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 1.2 乡村基：国内最大中式快餐直营集团，深耕川渝扩展全国

### ➤ 双品牌并进：乡村基主打平价川味快餐，大米先生定位“上班族食堂”

- 乡村基品牌**：创立于1996年，定位家庭式快餐品牌，川渝风味为标志。乡村基坚持“好吃不贵”的经营理念，面向全年龄段消费者，提供极具性价比的经典川菜现炒，主要布局于重庆、四川等西南区域，2020年被支付宝评为最受年轻人欢迎的中式快餐品牌。
- 大米先生品牌**：创立于2011年，定位上班族的“小憩驿站”，为消费者提供堪比正餐的品质化美食，菜品口味契融合湖南、江浙、广东。大米先生致力于打造全新的快餐消费方式，采用称菜和小碗菜的创新模式售卖。早期主要布局于重庆、四川等区域，立足于大都市的中央商务区，2020年6月入驻上海后逐步走向全国。

图表：乡村基及大米先生门店装修



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：小碗菜及称菜模式



图表：乡村基及大米先生门店概况

品牌名称	乡村基	大米先生
成立时间	1996年	2011年
品牌定位	为全年龄段消费者提供极致性价比的川味现炒快餐	上班族的“小憩驿站”，提供堪比正餐的品质化美食
门店数量及分布（截至21Q3）	覆盖7省25市；深耕川渝地区；门店数602家	覆盖10省13市，全国范围跑马圈地；门店数543家
门店选址	商圈店为主（50%-60%）	办公区（40%-45%）及商圈店（30%-40%）
客单价	15-30元； 2020年平均客单价26元	20-35元； 2020年平均客单价22元
主要菜系及菜品	川系菜式： 回锅肉、宫保鸡丁、泡椒牛肉、 麻婆豆腐	江浙、湖南、广东风味： 糖醋排骨、辣椒炒肉、爆炒牛肉
SKU	套餐：26种 盖浇饭类：4种 小吃类：12种 饮料类：3种	现炒小碗菜：40种 主食类：2种 小吃类：4种 饮料类：5种
菜品更新频率	每月更新	每月更新；每周至少供应一款新菜
服务模式及收费标准	以套餐（通常包括主菜、开胃菜及餐汤/饮料）为主，部分餐厅提供称菜、小碗菜模式	称菜（而非按菜品收费）及小碗菜（而非整份主菜）等创新模式 称菜：每50克菜肴收费2-3元 小碗菜：荤菜9-10元，素菜8元
装修风格	整洁、温馨	时尚、明亮，部分餐厅采用透明式厨房

# 1.3 乡村基：国内最大中式快餐直营集团，深耕川渝扩展全国

## ➤ 发展概况：门店高速扩张，加大区域渗透

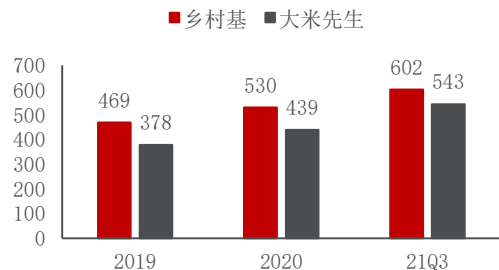
### ◆ 中式快餐领军者，高速拓店建立直营网络

- 截至2021Q3，公司门店数达1145家，其中乡村基/大米先生门店数分别为 602/543 家。2019、2021、21Q3，乡村基分别新开125家（净开99/关26）、113家（净开61/关52）、106 家（净开72/关34），大米先生分别新开127家（净开110/关17）、109家（净开61/关48）、135家（净开135/关31），拓店势头持续强劲，关店主要系租约到期及疫情影响下经营不善。
- 按2019.1-2021.9的连锁餐厅数目增长计算，公司在中国前五大直营中式快餐集团中增速最快，增长率达79.5%。大米先生是CR5中增长最快的品牌，增长率达102.6%。

### ◆ 乡村基扎根川渝，大米先生东扩至鄂湘沪，双品牌加大渗透一线新一线城市

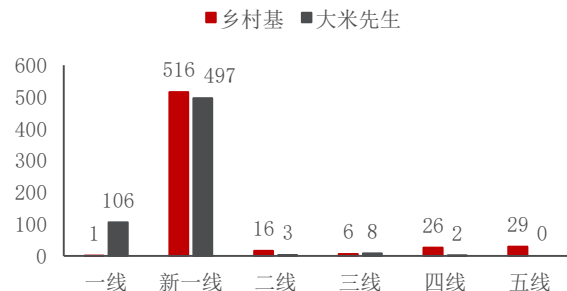
- 公司在川渝、华中地区具备领先优势，持续提升一线新一线城市的市场占有率。截至2021年9月，乡村基深耕川渝地区，在重庆/四川门店数分别为343/222家，占比约为94%，在陕西、贵州及云南等地门店数为37家；大米先生布局西南、华中及上海，湖北/湖南/四川/重庆/上海门店数分别为185/104/103/81/70家。据窄门餐眼，乡村基/大米先生新一线城市门店占比分别为87%/81%。截至21年底，乡村基进军江浙地区，已在杭州/苏州运营各2/3家门店，大米先生南下布局深圳，已运营1家门店。

图表：截至21Q3，公司门店数达1145家

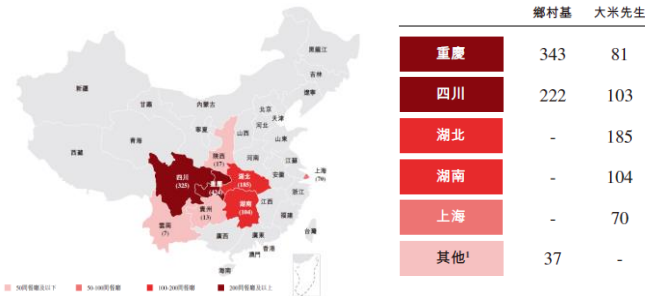


资料来源：公司招股书，窄门餐眼，民生证券研究院

图表：新一线城市为发展核心，门店占比超80%



图表：川渝、华中重点区域门店密集布局



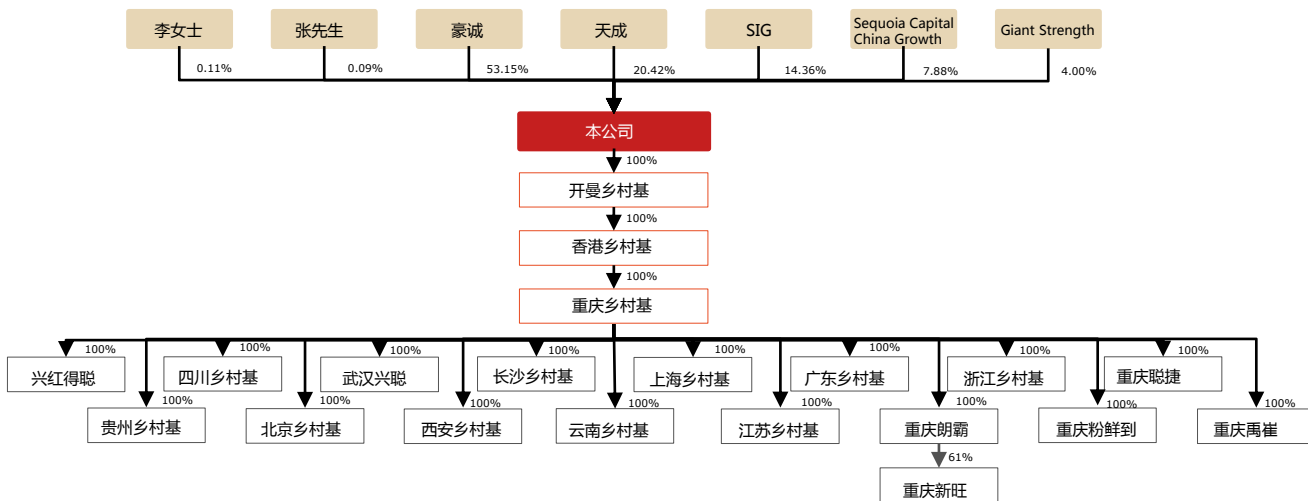
# 1.4 乡村基：国内最大中式快餐直营集团，深耕川渝扩展全国

## ➤ 创始人一家集中控股，团队扎根餐饮业多年

### ◆ 创始人及家属股权集中，海纳亚洲、红杉领投

- 公司创始人李红及其家人（丈夫张兴强、儿子徐龙翔、继子张琨维）直接或间接（通过豪诚）合计持股 53.35%，享有公司绝对控制权。天成作为2016年乡村基集团私有化退市的主要股东之一，持有20.40%股份。海纳亚洲创投基金、红杉资本、汇聚信托分别持有公司 14.36%/7.88%/4.00%股份，其中，红杉资本曾先后两次投资乡村基。

图表：乡村基集团股权结构



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：乡村基集团融资历程

时间	融资轮次	投资方	融资金额
2020.6	战略融资	红杉中国	数亿人民币
2010.9	IPO上市	公开发售	9200万美元
2010.3	B轮	劲邦资本、蔚蓝资本	未披露
2007.9	A轮	红杉中国、海纳亚洲创投基金	1300万美元

# 1.4 乡村基：国内最大中式快餐直营集团，深耕川渝扩展全国

## ➤ 创始人集中控股，团队扎根餐饮业多年

### ◆ 高管团队深耕餐饮业多年，运营管理经验丰富

- 创始人李红女士拥有专业川菜厨师背景，餐厅管理经验逾25年。乡村基/大米先生的两位品牌总经理任职时间分别超过5年及10年，餐饮行业从业经验丰富，为两大品牌的稳定运营及管理提供支持。高管团队普遍拥有深厚的餐饮从业背景及管理实操经验，在餐厅运营、门店拓展、公司财务等方面专业能力突出。

图表：高管团队及简介

姓名	年龄	职位	加入集团日期	职务	简介
李红	53	执行董事、董事长兼首席执行官	1996	战略规划及运营管理	1984-1986年，于重庆商业技工学校学习2年烹饪专业。1996年开设第一家乡村基以来，餐厅运营管理经验逾25年。四川师范大学中国语言及文学专科文凭，北京大学高级管理人员工商管理硕士学位。中国烹饪协会快餐管理委员会第五届主席。
王光祥	42	首席财务官	2021.3	财务规划管理	曾于上海双凤骨明胶及苏州欧尚超市有限公司任职，2008.12-2021.3任百胜中国餐饮集团高级财务经理；取得南京财经大学财务文凭。
朱江	46	大米先生品牌总经理	2010.8	大米先生餐厅运营管理	在餐厅运营管理方面经验逾11年，2020年被《湖南日报》评委湘菜年度人物；2017完成中欧国际工商学院提供的企业管理与发展课程。
刘丽	38	乡村基品牌总经理	2000.8	乡村基餐厅运营管理	在餐厅运营管理方面经验逾21年，2000年起出任乡村基多个不同职位，2010-2016年助力推出大米先生品牌；2017取得中欧国际工商学院的工商管理硕士学位。
徐龙翔	27	执行董事兼采购总监	2016.11	供应链管理及采购计划制定	任本集团多家主要附属公司董事，2018年出任重庆令月吉企业管理咨询咨询公司董事。
杨帆	35	大米先生品牌上海市场总经理	2004.2	上海大米先生餐厅运营管理	曾出任集团长沙及武汉市场餐饮业务总经理，2013年完成中国烹饪协会与麦当劳中国汉堡大学协办提供的食品安全和餐饮公司领导力课程。
余雪松	41	乡村基品牌重庆市场总经理	2019.2	重庆乡村基餐厅运营管理	在销售及营销领域经验逾十年，曾于厦门豪客来餐饮管理公司、呷哺呷哺任营销总监，2012年任雀巢中国西南地区销售总监，于华佑医疗集团任营销及媒体部总监。

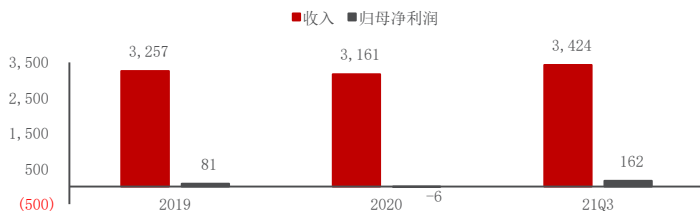
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

# 1.5 乡村基：国内最大中式快餐直营集团，深耕川渝扩展全国

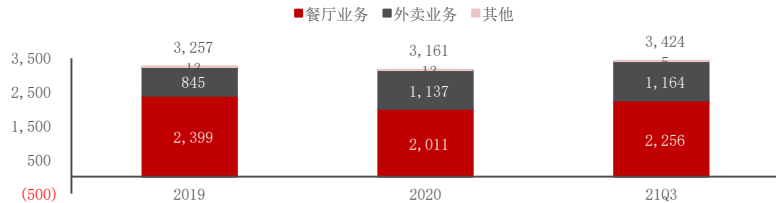
## ➤ 疫后盈利显著反弹，大米先生成为营收“新引擎”

- 公司2019/2020/21Q1-Q3的餐厅经营收入分别为32.4/31.4/34.2亿元，其中**21Q1-Q3餐厅经营收入同比增长56.4%，超19年疫情前水平**。分品牌来看：大米先生营收增速较快，拉动整体收入增长。21年前三季度乡村基/大米先生营收占比分别为54.1%/45.9%，占比差距缩小，年轻化的大米先生品牌成为公司新的业绩增长点。分业务来看：2020年外卖业务占比36.0%/YoY+10pct，对冲疫情下餐厅收入下滑影响，展现经营韧性。
- 2019/2020/21Q3归母净利润为 0.81/-0.06/1.62 亿元，其中21Q3同比20Q3增长 991.8%，**疫后净利润显著反弹**。
- **公司三费成本控制稳定，原材料及员工薪酬为主要开支，租金优势显著**。2019/2020/21Q3，原材料费率分别为 43.0%/43.3%/42.4%，主要系使用品质较好的原材料所致；员工薪酬费率分别为23.8%/22.2%/22.3%，公司重视门店员工激励，人工成本支出较大；租金费率分别为2.4%/2.5%/2.6%，公司品牌势能强，且对物业选址要求较低，与物业方的议价能力强。

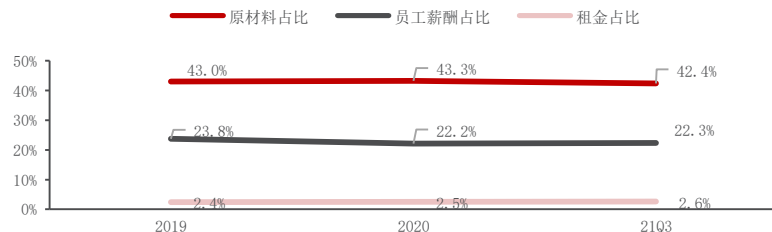
图表：19-21Q3乡村基集团收入及归母净利润（百万元）



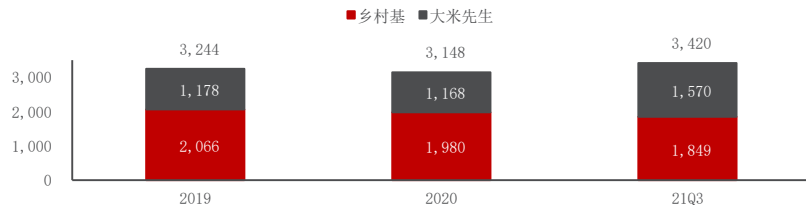
图表：19-21Q3乡村基集团分业务收入（百万元）



图表：19-21Q3 公司主要费用率（%）



图表：19-21Q3乡村基集团分品牌收入（百万元）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

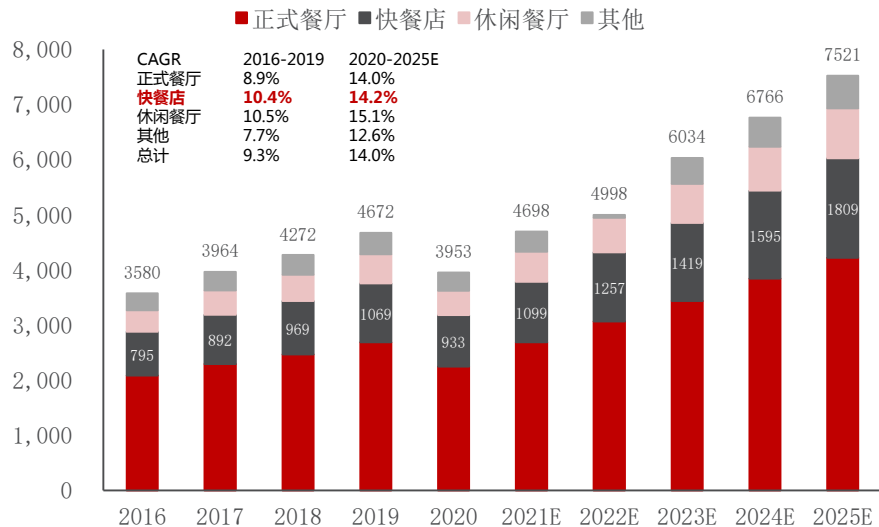
## 02. 中式快餐万亿市场潜力巨大， 乡村基市占率居首

# 2.1 中式快餐万亿市场潜力巨大，乡村基市占率居首

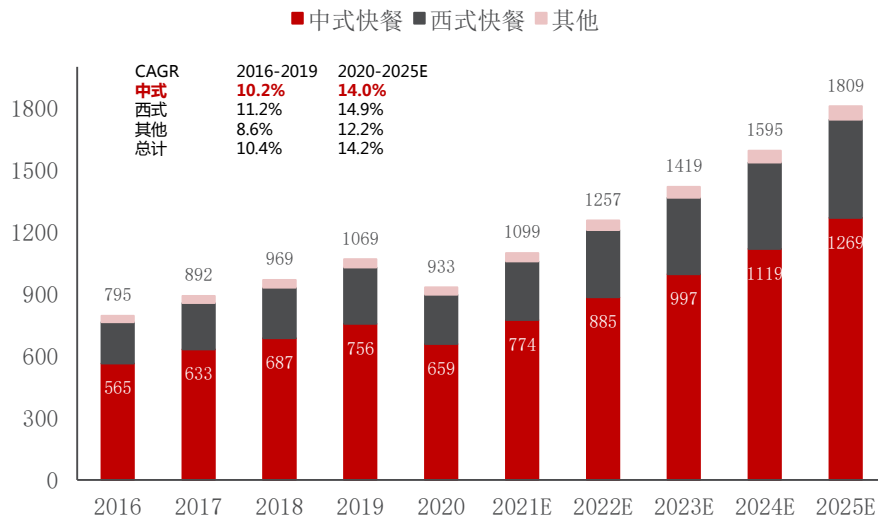
## 中式快餐迈入“本土时代”，万亿市场空间广阔

- 据弗若斯特沙利文，2016-2019年中式快餐在快餐行业中占比均超过70%，相较于西式快餐占据主导地位。中式快餐告别模仿肯德基、麦当劳等西式工业化快餐的时代，本土化中式快餐品牌快速崛起，由“模仿时代”转型升级至“本土时代”。
- 2016-2019年，中式快餐市场规模由5648亿元增长至7557亿元，CAGR为10.2%，**预计2025年中式快餐市场规模将达到1.27万亿元，2020-2025年CAGR为14.0%。**

图表：中国餐饮行业市场规模细分，按餐厅类型划分(十亿元)



图表：中国快餐店市场规模细分，按菜式类型划分(十亿元)



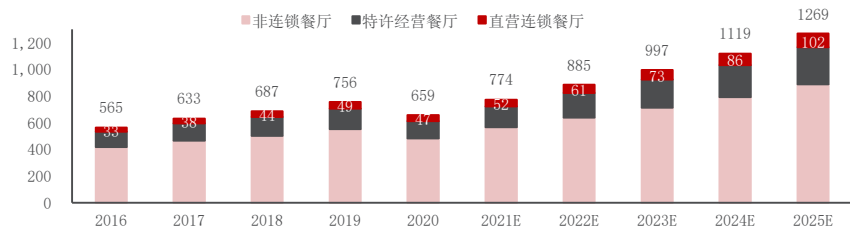
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 2.2 中式快餐万亿市场潜力巨大，乡村基市占率居首

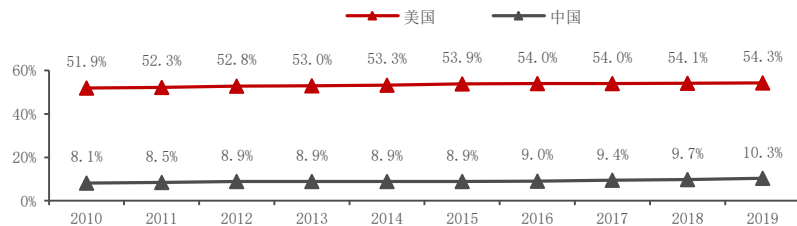
### ► 行业连锁化程度持续加深，外卖扩容助推渠道扩容

- **中式快餐行业连锁化逐年提升。**2016-2019年直营连锁餐厅收入CAGR为15.0%，2021-2025年预计CAGR将提高至18.6%，预计2025年市场占有率将达8.1%。2015-2020年中国餐饮行业连锁企业收入贡献比例由12%提升至17%，但相比2020年美国的61%、日本的53%，中国餐饮连锁化仍有巨大空间。
- **外卖普及助推中式快餐渠道拓展。**国家信息中心数据显示，2020年网上外卖用户规模4.19亿，使用率42.3%。近五年在线外卖收入占餐饮收入比重提升至21.4%。

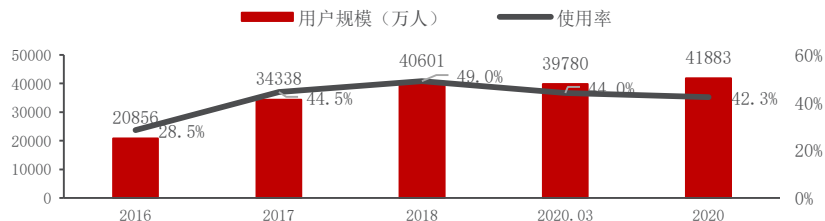
图表：中国中式快餐店市场规模细分，按经营模式划分（十亿元）



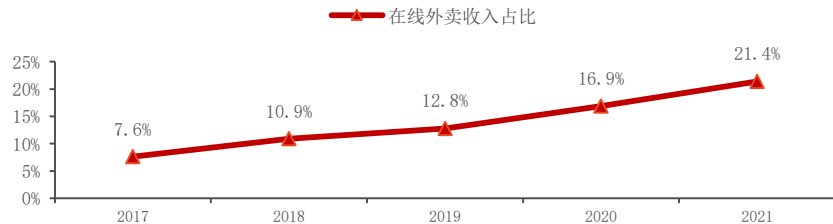
图表：2010-2019年中美餐饮连锁化率



图表：2016-2020 网上外卖用户规模及使用率



图表：在线外卖收入占全国餐饮业收入的比重



资料来源：公司招股书，国家信息中心分享经济研究中心，中国互联网络信息中心，Euromonitor，民生证券研究院

## 2.3 中式快餐万亿市场潜力巨大，乡村基市占率居首

### ➢ 乡村基集团规模居首，对标海外，龙头有望加速连锁扩张

- 按连锁餐厅所得收入计，中式快餐市场CR5约为28.6%，乡村基集团以6.8%市占率位列第一。乡村基集团在五大直营参与者中增长速度最快，2019.1至2021.9公司直营餐厅数量由638家增长至1145家，增速高达79.5%，依托快速拓展门店网络抢占市场。
- 对标美国快餐龙头，随着冷链物流与预制菜技术成熟，中式快餐行业连锁规模有望进一步扩张。从制作方式来看，美国快餐龙头品牌肯德基、麦当劳采用半成品加工方式，中式快餐多采用门店现炒方式，烹饪过程、菜品品质更依赖厨师。对标海外，中式快餐连锁规模和标准化程度提升空间潜力较大。

图表：中式快餐市场市占率前五名及市场份额，按直营餐厅数量计

排名	集团	2020年市场份额（按直营餐厅产生的收益计）	2020年直营餐厅数目	直营餐厅增长率（2019年1月至2021年9月）
1	乡村基集团	6.8%	969	79.5%
2	公司A	6.6%	730-780	~76%
3	公司B	6.2%	600-650	~41%
4	公司C	4.9%	500-550	~16%
5	公司D	4.1%	250-300	~9%

资料来源：公司招股书，智研咨询，窄门餐眼，大众点评，民生证券研究院

图表：中式快餐与美式快餐代表品牌对比

品牌	中式快餐				美式快餐	
	老乡鸡	乡村基	李先生牛肉面	杨国福	肯德基	麦当劳
门店数量（截至2022.5.27）	1099	1145	1000	5650	8584	5448
菜式类型	米饭类快餐	米饭类快餐	粉面类快餐	捞烫类快餐	炸鸡汉堡	炸鸡汉堡
营业时间	10:00-22:00 (部分营业至凌晨2点)	9:00-22:00	7:30-20:30	10:00-23:00 (部分最晚营业至凌晨4点);	7:00-23:00 (部分全天营业)	
消费场景	堂食、打包、外卖				堂食不超30%，堂食35%，外 打包及外卖超70% 36%，打包29%	
加工方式	门店现做	门店现做	门店现做	原料自煮	半成品加工	半成品加工
SKU	主菜：9 主食：12 配菜+汤：10 饮料：7 老乡鸡共计5类38个	主食：10 小食饮料：10 乡村基共计2类20个	凉菜：4 面：7 饭：6 小食：16 饮品：16 共计5类49个	口味：7 菜品：约70 共计约70个	早餐系列：15 炸鸡小食：7 汉堡卷：5 饮品：13 套餐+甜品：6 预制食品：11 共计7类57个	麦麦夜市：4 炸鸡：5 汉堡卷：14 饮品：13 套餐+甜品：12 共计6类48个
平均客单价	30元	18元	20元	20-35元	34元	27元
门店选址	以商圈、住宅为主	以商圈、办公区为主	以商圈、办公区为主	以商圈、办公区、学校、社区为主	购物中心、商圈、商业街、社区、办公区、交通枢纽、景区等多种场景	
品牌定位	“好吃、不贵、又健康”的国人“社区食堂”	好吃不贵、高性价比	轻正餐、民族品牌	精致快时尚餐饮	高性价比	

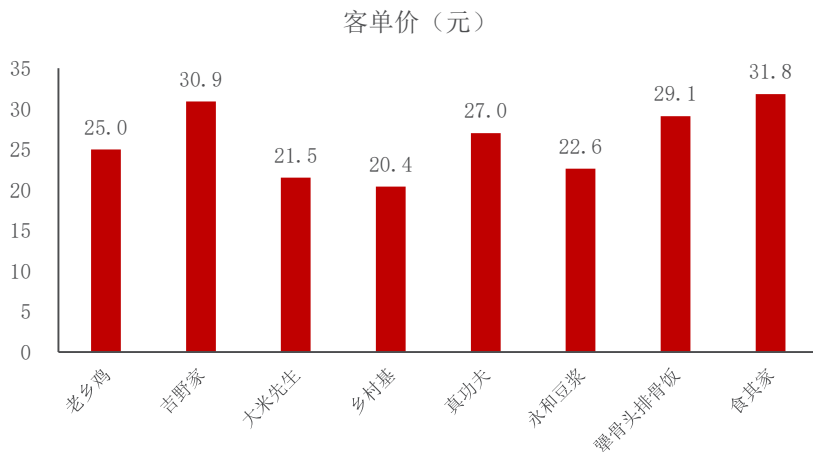
# 03. 乡村基竞争优势：极致性价比 + 标准化运营 + 双重供应链，打 造中式快餐干店龙头

## 3.1 极致性价比中式快餐，门店全方位、多层次触达

### ➤ 坚持“好吃不贵”的经营理念，打造高性价比的中式现炒快餐

- 老乡鸡深耕中式快餐25年，致力于为消费者打造“极致性价比”体验，坚持以合理的价格提供现炒现制的美味快餐，以快餐价格提供堪比正餐菜品的品质。根据窄门餐眼的数据显示，目前公司旗下品牌乡村基及大米先生客单价分别为 20.4 元与 21.5 元，在同等规模的米饭类快餐品牌中拥有较强的价格优势。

图表：对比门店数500家以上的米饭类快餐品牌，乡村基及大米先生价格优势明显



图表：头部米饭类快餐品牌对比

	成立/进入中国时间	经营模式	门店数	覆盖省份	客单价 (元)	分布特征	发源地
老乡鸡	2003年	直营	1099	12	25.0	区域性	安徽省
吉野家	1992年	直营	703	23	30.9	全国性	日本
大米先生	2011年	直营	608	11	21.5	区域性	重庆市
乡村基	1996年	直营	595	12	20.4	区域性	重庆市
真功夫	1994年	直营	549	18	27.0	区域性	广东省
永和豆浆	1995年	直营+加盟	540	31	22.6	全国性	中国台湾
犟骨头排骨饭	2015年	直营+加盟	510	22	29.1	全国性	天津市
食其家	2008年	直营+加盟	484	15	31.8	全国性	日本

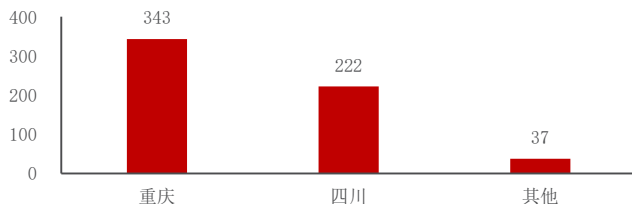
资料来源：公司招股书，窄门餐眼，民生证券研究院

## 3.1 极致性价比中式快餐，门店全方位、多层次触达

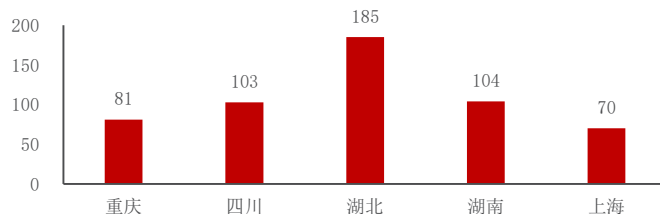
### ➤ 深耕川渝、华中优势区域，面向高线城市外延扩张，密集布局商业区及办公楼

- **乡村基/大米先生深耕川渝/华中优势区域，直营拓展一线新一线新市场。**乡村基：2021年进军人口密度高、消费力强、增长潜力高的杭州、苏州市场，截至21年底已各布局2/3家门店。大米先生：2020年战略进军上海市场，截至21Q3已有70家门店。通过复制上海地区成功的扩张模式，2021年大米先生开拓深圳市场，运营1家门店。
- **公司餐厅选址多元，覆盖商场顾客及上班族等各层次消费者。**两大品牌选址定位差异化，乡村基主要布局商业区（约50%-60%），提供家庭式中式快餐。大米先生主要布局办公楼区域（约40%-50%），定位上班族三餐消费场景，提供高性价比中式门店现炒。此外，两大品牌约10%-20%门店布局住宅区，覆盖社区家庭顾客；约10%-15%乡村基餐厅及10%大米先生餐厅为小型外卖餐厅及交通枢纽、医院餐厅，提升坪效带动单店销售额。

图表：截至21Q3，乡村基门店分布



图表：截至21Q3，大米先生门店分布



图表：公司餐厅类型（截至21Q3）

餐厅类型	商业区式	办公楼式	住宅区式	其他类型
位置	在商业综合体或综合功能商业区内或商业步行街一侧	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	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	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)
目标客户	该等商业综合体或商业区的游客或附近上班族	上班族	附近住宅区的居民，特别是家庭顾客	路过的游客及公共设施的访客
建筑面积	2019年后开设的约100至200平方米； 2019年前开设的约200至300平方米	2019年后开设的约100至200平方米； 2019年前开设的约200至300平方米	约70至150平方米	交通枢纽及医院式约180至250平方米，外卖业务类型则约40至60平方米
占比	约50%至60%的乡村基餐厅 约30%至40%的大米先生餐厅	约10%至15%的乡村基餐厅 约40%至45%的大米先生餐厅	约10%至20%的乡村基及大米先生餐厅	约10%至15%的乡村基餐厅及约10%的大米先生餐厅

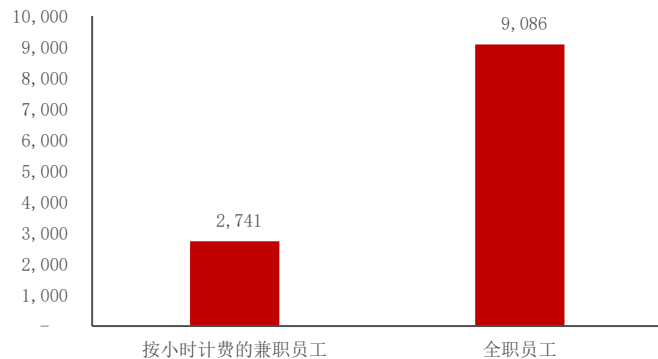
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 3.2 高标准化运营管理+双重供应链支撑，赋能规模化扩张

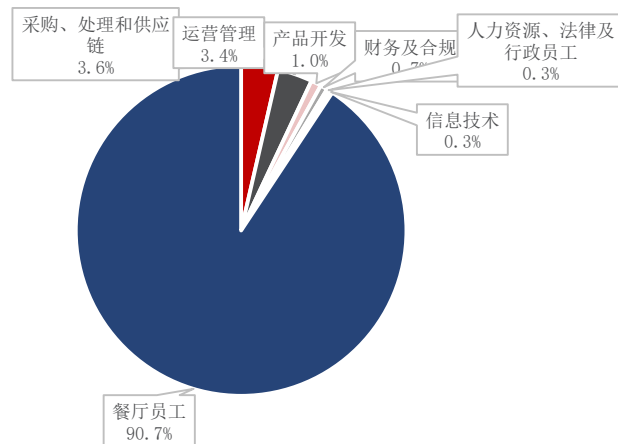
### ➤ 标准化烹饪流程保证品质，人才储备基础充分

- **高标准的烹饪流程，保证菜品质量与口味一致性。**公司讲标准化的方法与传统中式烹饪技艺相结合，制订专门的菜品烹饪指引，逐步拆解传统流程，编排成精细化标准的多道工序。厨师严格遵循标准作业流程，现炒现制，从而能够保持菜品质量及味道的一致性。
- **员工培养机制完善，忠诚度高。**截至 2021 年 9 月 30 日，公司拥有全职员工 9086 人以及兼职员工 2741 人，全职员工中有 8244 人为餐厅员工，占比超 9 成，大量餐厅员工由门店网络中的各家餐馆直接挑选，大多数餐厅经理均由前线餐厅员工晋升，拥有丰富的工作经验以及较高的忠诚度。截至2022年1月，公司共拥有 2430 名餐厅经理及厨师，其中超过 25% 的员工在公司工作时长超过10 年，充足的人才储备为公司未来的持续拓店计划提供了扎实的人力基础。
- **数字化运营体系增强会员粘性，持续推进餐厅智能化发展。**乡村基、大米先生均开发了品牌小程序，方便顾客远程点餐、数字支付及购买畅销产品，目前已有注册会员700万。未来三年内，公司将继续为餐厅投入新型智能化设备，包含智能秤、智能结账机等，实现餐厅工作流程的自动化及数字化，提升门店运营效率。

图表：乡村基兼职员工与全职员工数（人）



图表：乡村基全职员工结构



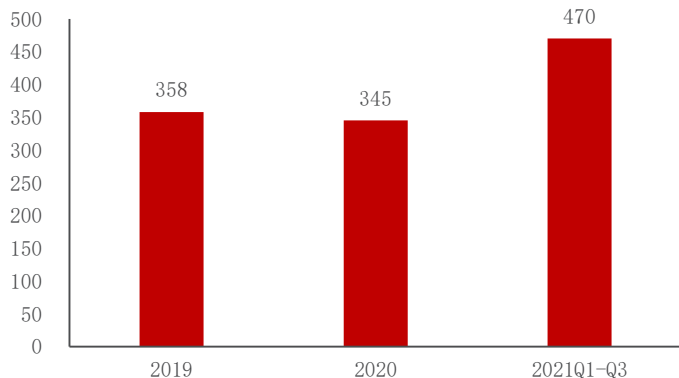
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 3.2 高标准化运营管理+双重供应链支撑，赋能规模化扩张

### ➤ 构建中央与区域双重供应链体系，面对上游供应商议价权增强

- 乡村基建立了一体化、端到端的中央供应链管理体系。依托与优质供应商合作，如益海嘉里，有效保证原材料品质。目前公司前五大供应商采购额占比稳定。此外，区域供应链团队根据本地化需求从原产地直接批量采购，确保了及时供应新鲜优质食材，同时保持较低的成本。仓储物流方面，乡村基集团在每个门店覆盖区域逐步建立总仓进行集中配送，形成了顺畅的物流配送网络，降低成本并提高了周转率，保证餐厅原材料的及时稳定供应。
- 得益于公司供应商人数的增长以及分散化采购，公司面对上游供应商的议价权增强。截至 21Q3，公司拥有供应商人数 470 名，较 2020 年增长 36.3%。公司拥有庞大的供应商网络及严格筛选机制。中央供应链团队负责通过招标挑选主要供应商，并定期提供合格供应商名单；区域供应链团队负责挑选具有本地供应商，并需定期向中央汇报本地供应商名单以作核批。

图表：21Q3乡村基供应商数量增加至470家



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：乡村基主要供应商情况

	服务内容	业务关系时间	2019	2020	2021Q1-Q3
供应商A	蔬菜及家禽	七年	6.4%	6.2%	4.2%
供应商B	大米及食用油	八年	6.4%	7.3%	10.6%
供应商C	家禽	三年	6.1%	3.7%	3.5%
供应商D	家禽	三年	4.0%	-	-
供应商E	牛肉	八年	3.1%	-	-
供应商F	家禽	三年	-	3.3%	4.8%
供应商G	家禽	四年	-	3.0%	-
供应商H	调味品及薯条	三年	-	-	3.2%
最大供应商占比		-	6.4%	7.3%	10.6%
前5大供应商占比		-	26.0%	23.5%	26.3%

### 3.3 单店模型测算

- 乡村基布局“小型餐厅”战略，投资回收期缩短；大米先生翻台率高于可比同行。随着品牌影响力不断扩大，2021年乡村基/大米先生单店日均销售额分别为1.21万/1.23万。乡村基/大米先生整体翻台率分别为2.8/4.2次，其中，大米先生翻台率显著高于餐饮同行太二3.4次/杨国福3.4次。经测算乡村基/大米先生租金占比分别为2.44%/3.12%，主要由于餐厅选址多位于商铺负一楼等非核心点位，享有低租金。其中，乡村基在川渝地区下沉至县级城市，租金成本较低。原材料及人力成本支出占比较高，主要系采用高品质原材料及重视厨师激励导致。
- 经测算单店层面经营利润率分别为4.17%/6.85%，其中成熟市场经营利润可观，乡村基重庆地区/大米先生湖北地区经营利润率分别为4.38%/7.54%。
- 乡村基及大米先生单店投资额仅80-100万。2019年开始乡村基战略布局“小型餐厅”，门店筹建成本较低，平均现金投资回收期通常为12个月以下。门店一般在运营的第一个月达到盈亏平衡，投资回报周期为12-18个月。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院测算

图表：乡村基单店模型

	重庆	四川	其他	乡村基整体
<b>门店收入/利润情况</b>				
1、收入(万元)	470	411	249	436
日均销售额(元/日)	13,060	11,428	6,913	12,116
餐厅经营收入(元/日)	7,967	6,971	4,424	7,512
餐厅经营收入占比	61.00%	61.00%	64.00%	62.00%
外卖收入(元/日)	5,093	4,457	2,489	4,604
外卖收入占比	39.00%	39.00%	36.00%	38.00%
每单平均消费额(元)	26.6	24.9	23.9	25.9
日均下单数量	491	459	289	468
座位数	107	100	66	104
翻座率(次/日)	2.8	2.8	2.8	2.8
单店日均坪效(元)	56.4	56.4	56.4	56.4
2、原材料成本(万元)	202	177	107	188
原材料占比	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
3、员工薪酬(万元)	97.2	90.7	57.6	92.1
员工薪酬占比	20.67%	22.05%	23.14%	21.13%
单店员工人数	18	18	15	18
单员工费用(元/月)	4,500	4,200	3,200	4,310
4、租金(万元)	11.34	9.93	5.73	10.64
租金占比	2.41%	2.41%	2.30%	2.44%
面积	141	124	78	133
每平方米租金(元/日)	2.2	2.2	2.0	2
5、折旧摊销费用(万元)	59	51	31	55
折旧费用占比	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%
6、水电能耗费用(万元)	21	19	11	20
水电费用占比	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
7、外卖服务费(万元)	50	43	24	45
外卖服务费占比	10.53%	10.53%	9.72%	10.26%
佣金抽成比例	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
8、其他开支(万元/年)	261	229	138	242
其他开支占比	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
9、经营利润(万元/年)	21	12	7	18
经营利润率	4.38%	3.01%	2.83%	4.17%
<b>门店投资情况</b>				
单店投资额(万元)				80-100
总筹建成本(元/平米)				4,500
现金回报周期(月)				12-18个月

注：经营数据截至2021年前三季度；其他开支主要为餐厅清洁维护费用

图表：大米先生单店模型

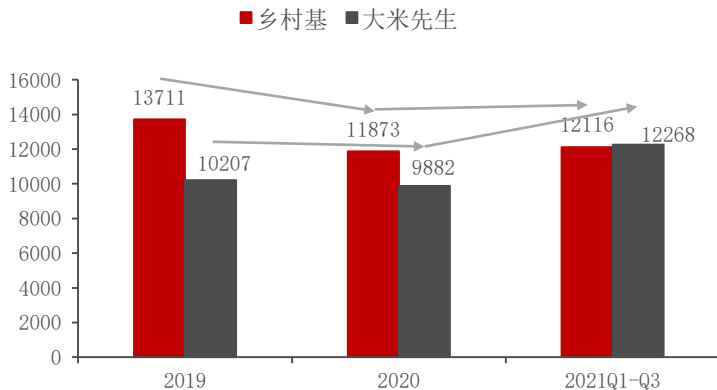
	湖北	湖南	四川	重庆	上海	大米先生整体
<b>门店收入/利润情况</b>						
1、收入(万元)	446	385	417	424	701	442
日均销售额(元/日)	12,386	10,681	11,592	11,781	19,476	12,268
餐厅经营收入(元/日)	9,042	7,797	8,462	8,600	13,244	8,833
餐厅经营收入占比	73.00%	73.00%	73.00%	73.00%	68.00%	72.00%
外卖收入(元/日)	3,344	2,884	3,130	3,181	6,232	3,435
外卖收入占比	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	32.00%	28.00%
每单平均消费额(元)	21.5	21.0	20.8	20.3	34.9	22.0
日均下单数量	577	508	556	581	558	557
座位数	100	88	97	101	90	96
翻座率(次/日)	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
单店日均坪效(元)	65.5	65.5	65.5	65.5	65.5	65.5
2、原材料成本(万元)	5,326	4,593	4,985	5,066	8,375	5,275
原材料占比	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
3、员工薪酬(万元)	91	82	88	92	122	90
员工薪酬占比	20.35%	21.22%	21.02%	21.65%	17.46%	20.47%
员工人数	18	17	17	17	17	17
单员工费用(元/月)	4,200	4,000	4,300	4,500	6,000	4,380
4、租金(万元)	12.60	10.86	11.79	11.98	44.28	13.78
租金占比	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%	6.32%	3.12%
面积	138	119	129	131	202	135
每平方米租金(元/日)	2.5	2.5	2.5	2.5	6.0	2.8
5、折旧摊销费用(万元)	1,548	1,335	1,449	1,473	2,435	1,533.50
折旧费用占比	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%
6、水电能耗费用(万元)	557	481	522	530	876	552.00
水电费用占比	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
7、外卖服务费(万元)	33	28	30	31	61	33
外卖服务费占比	7.29%	7.29%	7.29%	7.29%	8.64%	7.56%
佣金抽成比例	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
8、其他开支(万元/年)	248	214	232	236	390	245.00
其他开支占比	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
9、经营利润(万元/年)	934	712	796	735	1,088	840.46
经营利润率	7.54%	6.66%	6.86%	6.24%	5.59%	6.85%
<b>门店投资情况</b>						
单店投资额(万元)						80-100
总筹建成本(元/平米)						4,500
现金回报周期(月)						12-18个月

# 04. 财务分析

## 单店经营

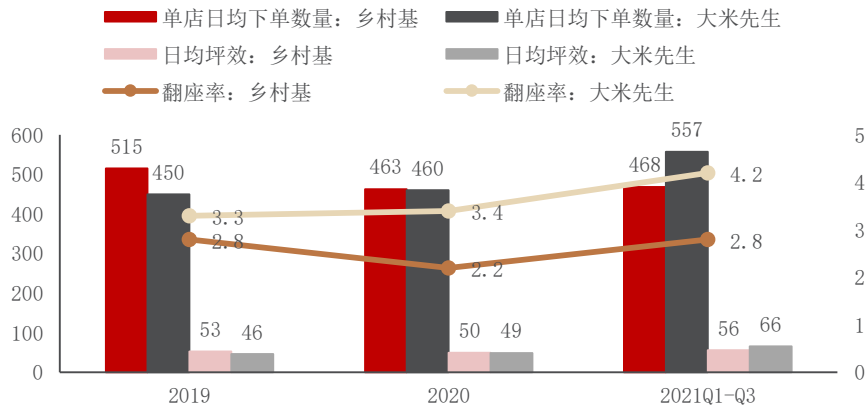
- 乡村基**：2020年单店销售额较2019年同期下滑约13.4%，单笔订单销售价值稳定。受COVID-19疫情影响，2020年客流量及经营时长均有所减少。现有市场（特别是在重庆和四川）采取“小型餐厅策略”，并自2019年起战略性地开设规模普遍较小的新餐厅，也是导致单店销售额下降的原因之一，但日均坪效增长有所增长。2021年开始，下单数和翻台率均有所提升。
- 大米先生**：2020年单店销售额较2019年同期下滑约3.2%，单笔订单销售价值稳定。2021年数据有所回升，主要由于下单数量增加，原因如下：i). 随着公司在湖北的餐厅逐渐进入更加成熟的阶段，公司在湖北的业务表现有所提升；ii). 在多家大米先生餐厅推出称菜模式；iii). 2021年COVID-19疫情在中国整体得到控制。

图表：单店日均销售额（元）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

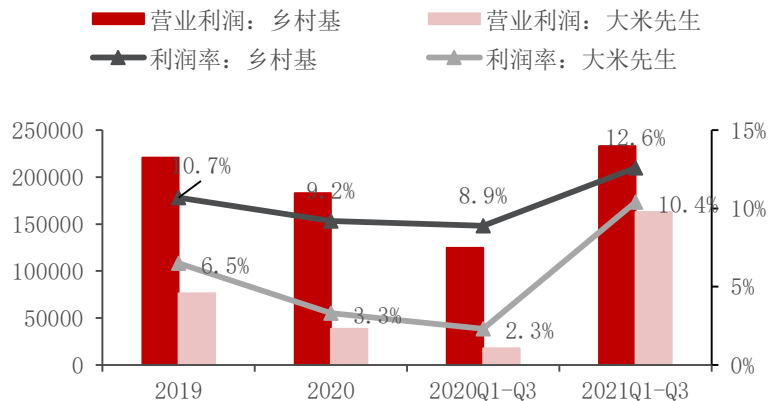
图表：单店日均下单数量、日均坪效（元/日）和翻座率（次）



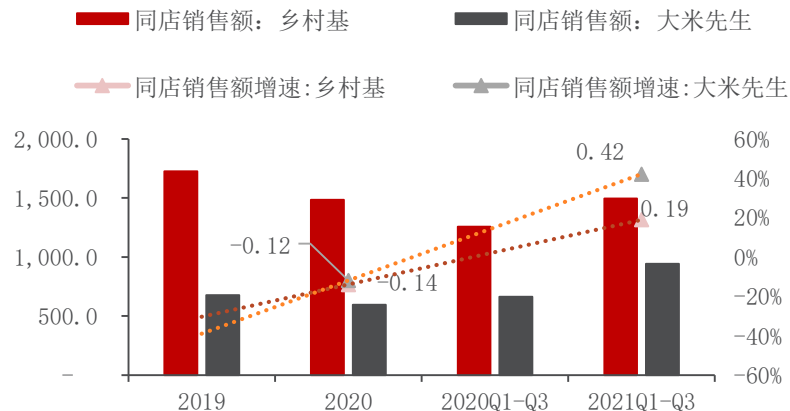
## 同店数据

- 2020年乡村基同店销售额较2019年下滑约14%，大米先生约12%，原因是COVID-19疫情对客流量及营业时间造成负面影响。
- 截止2021年Q3，乡村基同店销售额回升明显，利润率同比回升3.7%；大米先生同店销售额同比大幅增长42.1%，利润率同比回升8.1%，原因如下：i). 2021年COVID-19疫情在中国已大致受到控制；ii). 2018年及2019年在湖北开设的餐厅逐步进入成熟期，业绩强势反弹。

### 图表：品牌经营利润（百万元）



### 图表：同店销售额及增速（百万元）



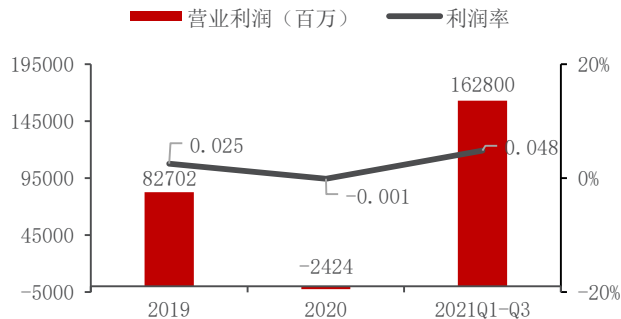
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

# 04

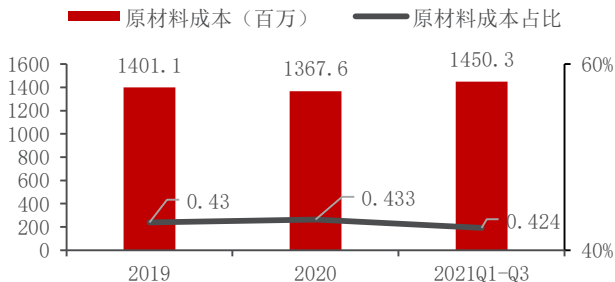
## 财务分析

- 2021年前三季度，营业利润整体快速反弹，乡村基、大米先生营业利润率分别为12.6%和10.4%，差距有所减小。
- 营业成本开支主要为原材料及员工成本，21Q3原材料成本占比42.4%，员工成本占比22.3%。原材料成本、员工比例保持相对稳定，外卖服务费成本从疫情开始有所上升。

图表：营业利润

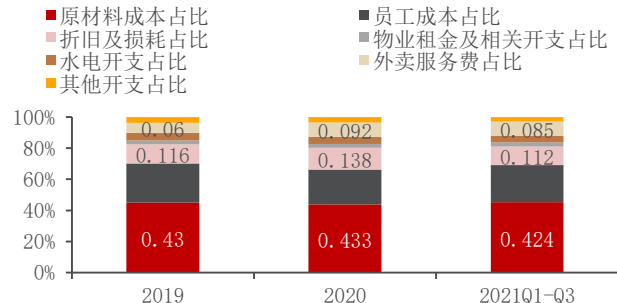


图表：原材料成本占比保持稳定

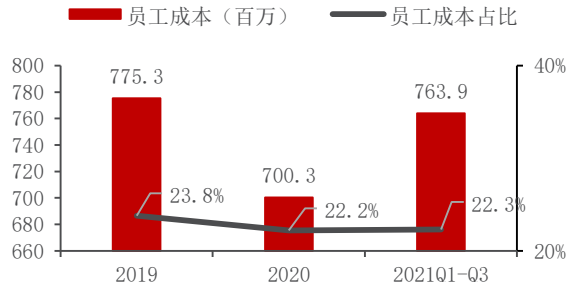


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：各项营业成本占收入比例 (%)

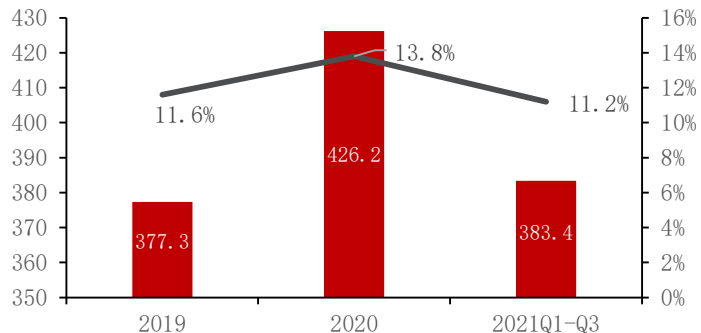


图表：员工成本占比整体呈下降趋势

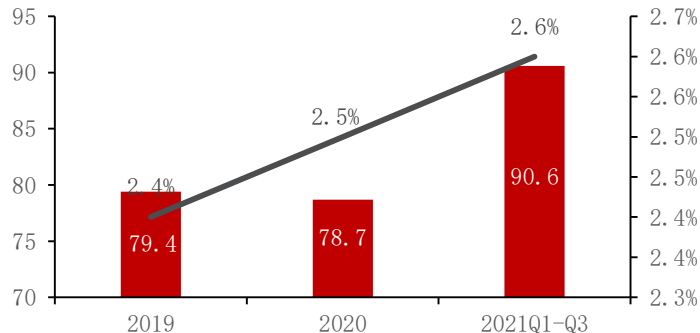


# 财务分析

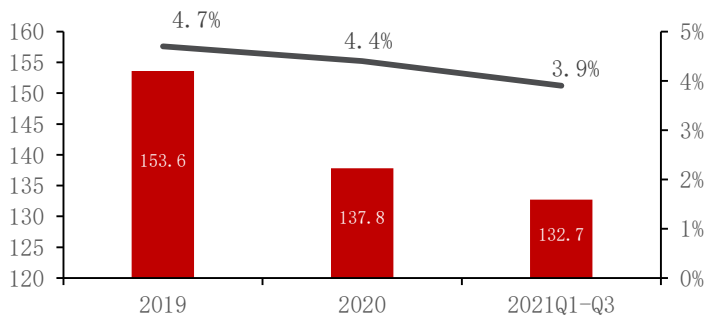
图表：折旧及损耗成本（百万元）及占比（%）



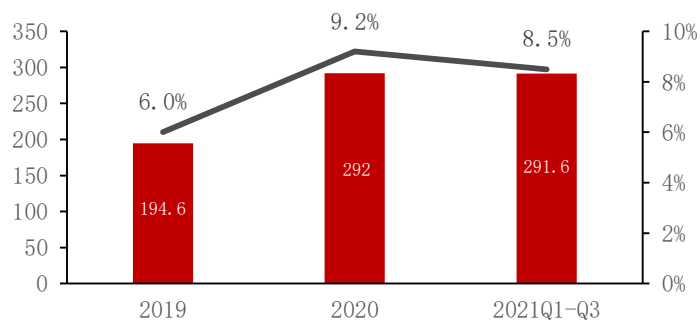
图表：物业租金及相关开支（百万元）及占比（%）



图表：水电开支（百万元）及占比（%）



图表：外卖服务费（百万元）及占比（%）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

# 05. 成长前瞻

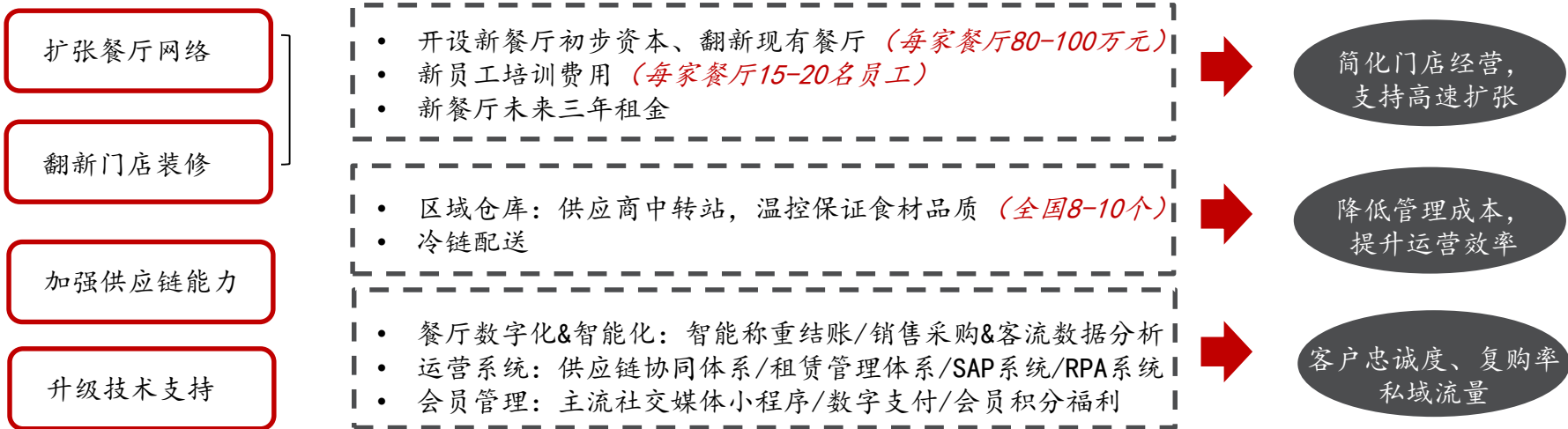
# 05

## 成长前瞻：募集资金用途&扩张计划

### ◆未来三年扩张计划

品牌	2022E	2023E	2024E	战略
乡村基	90-110家	140-160家	不少于2023年	<ul style="list-style-type: none"> <li>杭州苏州等人口密度大，消费力强、增长潜力高的一线&amp;新一线城市</li> <li>进一步提升西南地区领导地位，商圈办公楼小型餐厅深化市场渗透</li> </ul>
大米先生	160-180家	200-240家	不少于2023年	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海为战略市场，借助经验未来扩展至深圳等一线和新一线城市</li> <li>华中地区：住宅区商圈办公楼进一步加密巩固领先地位</li> </ul>

### ◆募集资金用途计划



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 06. 风险提示

## 6.1 风险提示

- **疫情反复风险**：若疫情反复，将直接影响线下客流量；应防疫管控政策要求，餐厅可能面临停止堂食甚至停业，对公司线下餐厅经营带来直接冲击。
- **门店拓展不及预期**：公司门店扩张为其营收的核心驱动因素，若开发能力未能及时跟进，加之高线城市竞争激烈，公司门店扩张可能有所减缓。
- **食品安全风险**：若餐厅卫生管控不善，出现较为严重的食品安全丑闻，公司品牌声誉将严重受损。

# THANKS 致谢

## 民生商社研究团队：



**分析师 刘文正**

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com



**研究助理 饶临风**

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮件：raolinfeng@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
回避		相对基准指数跌幅5%以上	

## 免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。