

冬去春会来，静心待花开

餐饮行业

2022-10-05 星期三

投资要点

➤ 受疫情影响的“重灾区”：

因新冠疫情导致线下客流和消费场景受损，参考过去两年多的防疫经验，一旦有大规模疫情爆发，餐饮业随之损失惨重，而后伴随疫情好转，行业即展现出较强的消费韧性。短期来看，行业收入规模与疫情发展形势及防疫管控密切相关。

➤ 朝阳产业，中长期稳步增长大势不变：

从中长期角度，伴随人均可支配收入及消费增加、日益城市化和购物中心扩张、外出就餐需求增加、消费观念下沉，餐饮消费需求长期存在。据灼识咨询预期，2026年中国餐饮市场规模将达约8.3万亿元，21-26年复合年增速达12%，依旧是稳步增长的朝阳性产业。

➤ 开源节流并举，修炼内功扎实根基：

疫情期间，餐饮企业一方面迫于经营压力，望减轻负担，开启“花式自救”，如拓展外卖渠道，布局零售产品，积极创收；加强精益化管理、降本增效，努力节流；另一方面持续修炼内功，完善上游供应链布局，优化内部组织架构及激励机制，扎实根基，为疫后客流恢复及未来业务发展做充分准备。

➤ 投资建议：

疫情管制严重影响线下餐饮消费客流，导致餐饮企业经营困难，部分现金流断裂，供给端被迫出清；但所谓民以食为天，餐饮行业中长期稳步增长的大势不变，是疫后修复主线的优选赛道之一。能够在疫情期间存活下来的品牌连锁餐饮企业，其餐厅模型、公司治理、品牌势能均已承受住严峻的市场考验，如果管控放松又或疫情结束，客流不再受疫情管制的约束，本轮疫情的“剩者”有望获取更多的市场份额，优化后的餐厅模型也有望释放出更大的业绩弹性。

推荐疫情下门店扩张稳健，单店模型具备韧性，且具有品牌孵化能力的平台型企业九毛九（9922.HK）；内部架构逐步理顺，凑凑再迎开店提速，估值具备吸引力（23年PE/PS分别为22/0.6倍）的火锅龙头呷哺呷哺（520.HK）；**关注**海底捞（6862.HK）内部调整对翻台率的持续提振效果、拓店进度及业绩兑现；门店模型优化，RTD零售业务有望成为第二成长曲线的现制茶饮店龙头奈雪的茶（2150.HK）。

研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

目录

1. 餐饮是受疫情影响最为严重的行业之一	3
2. 疫情仅为短期扰动，需求长期存在	3
3. 开源节流并举，修炼内功扎实根基	5
4. 投资建议	7
风险提示	7

图目录

图 1：疫情导致线下客流和场景受损，对餐饮行业的影响可谓“立竿见影”	3
图 2：21 年餐饮市场规模实现 V 型反转，具备较强的消费韧性	3
图 3：餐饮收入增速与人均可支配收入增速趋同	4
图 4：2021 年新开购物中心数量同比提升显著	4
图 5：2010 年以来我国一人户、二人户家庭占比逐年提升	4
图 6：人均外出就餐支出快速增长	4
图 7：太二外卖占比	5
图 8：1H22 海底捞外卖业务收入大幅提升	5
图 9：外卖渗透率在疫情期间大幅提高	5

表目录

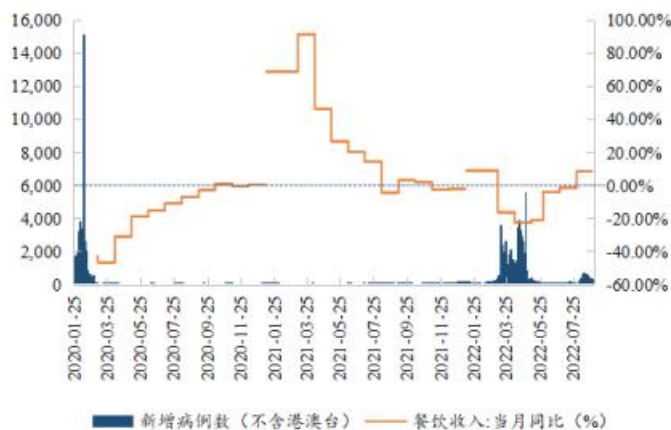
表 1：知名餐企纷纷涉足零售业务	5
表 2：主要连锁餐饮品牌降本增效工作	6
表 3：餐饮行业上市公司估值表	7

1. 餐饮是受疫情影响最为严重的行业之一

疫情对餐饮行业影响可谓“立竿见影”。由于新冠疫情导致线下客流和消费场景受损，一旦有大规模疫情发生，餐饮业随之损失惨重。回顾 20 年初，疫情刚爆发时，餐饮行业收入规模同比下滑 4-50%，之后伴随疫情和防疫管控形势的边际向好，行业即呈现逐步复苏态势。21 年整体看疫情形势相对可控，即便在疫情的常态化管理以及下半年陆陆续续有点状疫情的散发下，餐饮规模仍达到 46.9 万亿元，恢复至疫情前水平，行业显示出较强的消费韧性。22 年 3 月开始，奥密克戎蔓延至我国多个省份，各地更升级防疫管控措施，餐饮消费再次遭受重创，3-5 月餐饮行业收入累计同比下滑近 20%，随后逐步恢复。现阶段来看，行业收入规模与疫情发展形势及防疫管控依旧密切相关，在疫情恢复或管控放松之下，行业随之焕发活力。

图 1：疫情导致线下客流和场景受损，对餐饮行业的影响可谓“立竿见影”

图 2：21 年餐饮市场规模实现 V 型反转，具备较强的消费韧性



资料来源：国家统计局、国家卫健委、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：国家统计局、沙利文、国元证券经纪（香港）整理

2. 疫情仅为短期扰动，需求长期存在

从中长期来看，我们认为疫情仅是短期扰动，不改行业中长期稳步增长的大趋势，餐饮需求长期存在，驱动力包括：

1、**人均可支配收入及消费增加**。我国餐饮收入增速与人均收入增速具备较强的相关性，表明餐饮行业与经济周期的景气程度密切相关。伴随居民收入水平的提升，驱动对美好生活的向往，即包括在饮食上对菜品品质、就餐环境等有更高的要求，人均可支配收入增加将继续推动行业中长期稳步发展；

2、**日益城市化和购物中心扩张**。伴随城市化的发展，带动中国购物中心数量的持

续增加，对餐饮企业来说，购物中心内的物业设施、安全系统的标准化程度相对较高，利于餐饮公司的规模化扩张，而餐饮品牌通过与购物中心建立良好合作伙伴关系，也可利用购物中心的扩张实现自身门店数量的持续性增长。据赢商大数据，截止 2021 年底，全国购物中心数量达 5738 家，预计 2025 年数量将超过 7500 家，日益城市化和购物中心稳定的增长预期将会进一步推动餐饮市场的发展；

3、外出就餐需求增加。从需求端来看，我国家庭结构呈现出单身化、家庭规模小型化特点，考虑到时间成本、经济成本，小规模家庭在家做饭的规模经济效益相对较低；同时上线城市快节奏的生活方式也降低在家做饭的频率；且 Z 世代人群已成为餐饮消费的主力军，其更加注重线下社交、消费体验，这些消费需求和结构的改变都为外出就餐提供有力的支撑；据灼识咨询预期，2021-2026 年我国人均外出就餐支出的复合年增速将达到 11.8%；

4、消费观念下沉。低线城市人口基数大，城市化快速发展中，上线城市的消费观念正逐渐向下线城市渗透，对品牌认知有提高，对菜品的品质、用餐环境也有着比以往更高的要求，“下沉市场”的消费潜力被逐步释放，将推动整个行业长期稳定的发展。据灼识咨询预期，2026 年中国餐饮市场规模将达约 8.3 万亿元，21-26 年复合年增速达 12%。

图 3：餐饮收入增速与人均可支配收入增速趋同



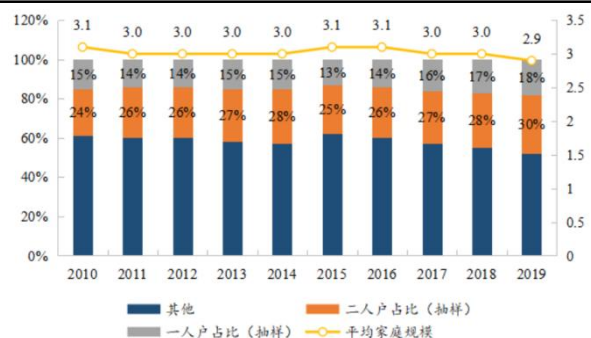
图 4：2021 年新开购物中心数量同比提升显著



数据来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：赢商大数据、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2010 年以来我国一人户、二人户家庭占比逐年提升 图 6：人均外出就餐支出快速增长



数据来源：《2021 年中国连锁餐饮行业报告》、国元证券经纪（香港）整理 资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

3.开源节流并举，修炼内功扎实根基

疫情期间，较多连锁品牌餐企积极开源节流，缓解经营压力：

开源方面，**大力拓展线上渠道**。太二疫情前坚持不做外卖，2020年2月底太二餐厅开始提供外卖服务，1H20外卖业务占比一度达23.1%，伴随疫情形势整体可控，外卖业务占比也随之降低，1H22因疫情管控力度收紧，占比再次提升至18.7%；1H22海底捞设立社区运营中心，通过小程序和第三方外送平台为消费者提供火锅套餐、冒菜、盒饭、小龙虾、生鲜产品、方便食品等形式多样的外送服务，外卖业务收入大幅提升。外卖成为疫情期间餐饮企业重要的创收手段之一，有助于降低因餐厅暂停营业而可能产生的大额亏损，同时亦有助于增强顾客黏性。**加速零售化布局**。因捕捉到当下消费者生活习惯的变化，如年轻群体流行的“宅经济”、“懒人经济”、追求高效、便捷的生活方式等，在疫情的催化下，有实力的餐饮企业凭借品牌加持，正加速在零售化方面的探索和布局，例如奈雪的茶、喜茶等茶饮企业布局瓶装饮料市场，海伦司布局自有品牌零售产品等。

图7：太二外卖占比

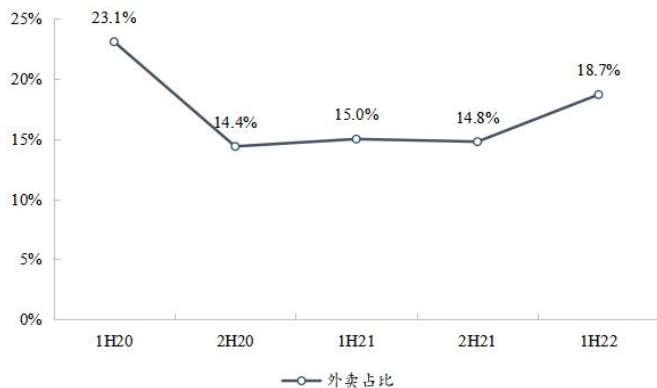
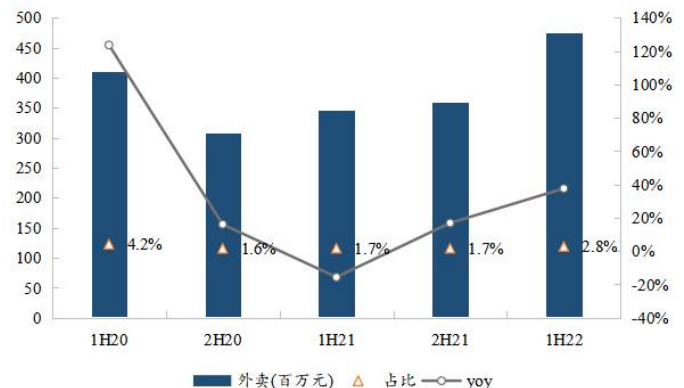


图8：1H22 海底捞外卖业务收入大幅提升



数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图9：外卖渗透率在疫情期间大幅提高



表1：知名餐企纷纷涉足零售业务

餐饮品牌	零售产品	餐饮品牌	零售产品
西贝莜面村	西贝莜面村预制菜	海伦司	海伦司眼镜
眉州东坡	眉州东坡预制菜	喜茶	喜茶瓶装饮料
小龙坎	小龙坎预制菜	奈雪的茶	奈雪的茶瓶装饮料

数据来源：中国互联网信息中心、国家统计局、国元证券经纪（香港）整理 资料来源：淘宝网、国元证券经纪（香港）整理

节流方面：因餐饮业是高度依赖于现金流的行业，在营收受疫情影响出现较大幅度波动的情况下，原材料、人工、租金三大刚性成本导致众多中小餐企资金链断裂，退出市场，迫使餐饮企业需要在精益化管理、降本增效方面做出更多的工作和努力。海底捞通过灵活用工，精简门店人数，提升单店员工人效，令员工成本得到优化；奈雪的茶利用自动化设备和数字化系统，通过软硬件结合方式提质增效，同时新签门店由固定租金转为纯扣点模式，人工及租金成本率均有继续下降的空间；呷哺呷哺通过优化选址、重启租金谈判，降低门店租售比，通过调整考核指标（由原营业额绩效考核更多转为利润考核），精细化管控成本。

连锁餐饮品牌通过开源节流的多项举措，门店模型得到优化，相较于疫情前，门店可能以更低的翻台率即可实现盈利（如海底捞，疫情前盈亏平衡点对应的翻台率为3.0次/天，现每天2次多的翻台即可实现盈利），在疫情期间有效减轻了门店层面的经营负担；如管控持续放松，客流恢复，优化后的餐厅模型也将为公司贡献更大的盈利弹性。

除开源节流外，连锁餐饮品牌也在疫情期间不断修炼内功。九毛九加强供应链建设，参股上游鲈鱼养殖，通过提升自养鲈鱼比例保障食品安全及原材的价格波动，并投资10-12亿元在中国布局4个新的中央厨房，为未来连锁餐厅的扩张提供有力支持；同时，持续推进数据中台建设，充分挖掘数据价值，以科技赋能提升顾客体验和运营效率。呷哺呷哺预计在未来三年内投资1亿元，用以继续完善上游供应链；同时简化经营架构，提升经营效率；推出新的内部激励政策，优化员工分红机制。连锁餐饮品牌通过优化内部管理、打造硬核供应链体系巩固品牌“护城河”，为疫后业务重回快速发展奠定更加扎实稳健的根基。

表 2：主要连锁餐饮品牌降本增效工作

公司	九毛九 	奈雪的茶 	海伦司 	海底捞 	呷哺呷哺 	百胜中国-S 	大家乐集团 
类型	中式餐饮	茶饮	小酒馆	火锅	火锅	西式快餐	中式快餐
降本增效措施	上游通过建立合营公司，共建养殖基地实现原材料的自给；中游通过自建中央厨房保障门店稳定供应，同时简化备餐流程，提升标准化程度	通过自动化设备（自动制茶机）和数字化系统（自动排班机）提高人效，降低人力成本；采用纯扣点租金方式，稳定经营业绩；拓展店效更优的PRO店，持续优化单店模型	灵活用工形式（大量外包员工），精简单店员工规模，降低人力成本；自研运营管理系统，定制开发智能化设备（自动炸炉等）提高经营管理效率，3D打印技术缩减装修成本，拓店选址优选低租金地段，租金偏长约	全产业链布局，实现一体化供应体系，保障原料供应和成本管控；推进智能化应用，小美机器人、自动传菜机器人，自动配锅机等，节省人力成本，提高食品安全；打造菜品直配全新供应链体系，进一步优化运营成本；低线城市严控单店面积，降低租金成本	自建完整供应链，通过收购上游加工厂、与农户直接合作等降低采购成本；依靠三级配送架构优化配送成本；升级内部系统，推出WMS供应链系统，提高存货周转，降低管理成本；严格管控人力排班编制，整合工作量以降低人员配置，采用更大比例小时工、零时工满足高峰用工需求	通过签订长期批量订购协议，锁定原材料成本；缩减门店面积降低租金成本；简化菜单，完善自主点餐机等节省人力成本；重金投入自有供应链建设，以保障食材供应、优化成本管控	疫情下，部分门店暂停营业，缩短其他门店营业时间；同时通过重新设计餐单以降低食材和运营成本；大力推广门店机器人及自动化降低人力需求及人力成本

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

4.投资建议

疫情管制严重影响线下餐饮消费客流，导致餐饮企业经营困难，部分现金流断裂，供给端被迫出清；但所谓民以食为天，餐饮行业中长期稳步增长的大势不变，是疫后修复主线的优选赛道之一。

我们认为，能够在疫情期间存活下来的品牌连锁餐饮企业，其餐厅模型、公司治理、品牌势能均已承受住严峻的市场考验，如果管控放松又或疫情结束，客流不再受疫情管制的约束，本轮疫情的“剩者”有望获取更多的市场份额，优化后的餐厅模型也有望释放出更大的业绩弹性。**推荐**疫情下门店扩张稳健，单店模型具备韧性，且具有品牌孵化能力的平台型企业九毛九（9922.HK）；内部架构逐步理顺，凑凑再迎开店提速，估值具备吸引力（23年PE/PS分别为22/0.6倍）的火锅龙头呷哺呷哺（520.HK）；**关注**海底捞（6862.HK）内部调整对翻台率的持续提振效果、拓店进度及业绩兑现；门店模型优化，RTD零售业务有望成为第二成长曲线的现制茶饮店龙头奈雪的茶（2150.HK）。

表3：餐饮行业上市公司估值表

公司	代码	收盘价	市值 (亿港元)	EPS（原始货币）				PE			
		2022/9/30		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
海底捞	6862.HK	15.94	858.4	-0.78	0.07	0.41	0.64	N.A	207.3	34.7	22.5
大家乐集团	0341.HK	9.92	57.2	0.04	0.54	0.74	0.90	248.0	18.4	13.3	11.0
呷哺呷哺	0520.HK	5.21	56.3	-0.27	-0.16	0.21	0.29	N.A	N.A	22.3	15.9
九毛九	9922.HK	16.18	187.3	0.23	0.19	0.47	0.70	63.3	77.4	30.8	20.8
百胜中国	9987.HK	378.40	1,558.5	2.34	1.10	1.89	2.33	22.7	48.4	28.1	22.8
奈雪的茶	2150.HK	5.77	99.0	-3.28	-0.13	0.12	0.29	N.A	N.A	44.2	17.9
海伦司	9869.HK	11.10	138.6	-0.21	0.01	0.39	0.65	N.A	768.5	25.7	15.4

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

风险提示

疫情反复风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险等。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。