2022 年 12 月 02 日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

餐饮行业系列深度：舌尖上的江湖，烧烤赛道复盘与展望

——烧烤行业深度报告

核心观点

高速成长的高潜力赛道，疫情不改高增态势。截至 2022 年 5 月，全国烧烤门店数约 48 万家，其中烤串/烤肉门店数分别为 36.3/11.6 万家，2020 年烧烤市场规模为 2010 亿元，2021 年市场规模年增速 10%，疫后仍保持高增趋势。原因在于：需求端，强社交属性，年轻消费群体占比高；营业时间长，是夜经济的支柱餐饮品类；可烤食材种类多，价格带广，城市覆盖广；供给端，投资门槛低，标准化易复制，受供应链体系拖累规模化扩张进度慢，市场高度分散，连锁化空间大。随供应链体系日益完善行业进入高速扩张期，烤串和烤肉两大赛道均未出现头部品牌，市场格局未定，均处于连锁化进程加快与市场格局重塑阶段。

烤串：供应链成规模扩张主要制约因素，静候红海竞争下品牌突围。1）空间展望：烤串的未来空间或在下沉市场和南方城市。与火锅相比，烤串在低线城市分布更多，客单更低，北串南下趋势明朗，人口基数庞大的低线城市和夜间消费能力优越的南方城市或将支撑烤串市场规模的进一步增长。**2）商业模型：**穿串环节叠加优质食材稀缺，抬高成本，毛利率低于火锅，同时造成供应链规模化困境，自建中央厨房模式初步验证，静候烧烤供应链进一步规模化。**3）格局推演：**市场高度分散，缺少头部品牌，供应链完善与加盟模式带动行业连锁化进程加快，自建中央厨房品牌有望依靠供应链率先突围。前店后厂品牌有望向中高端市场转型，看好大单品和服务差异化带来的长期价值。

烤肉：中式烤肉高速扩张有望突围，看好高端烤肉长期价值。1）空间展望：高端市场培育不足，下沉市场渗透度低，烤肉行业向上向下均有空间。韩式烤肉融合化、大众化以及低客单的中式烤肉的兴起，有望加速行业下沉，主打高端的日式烤肉则有望受益于升级趋势带来的市场增量空间。**2）商业模型：**供应链体系相对完善，毛利率和净利率水平高于烤串。**3）格局推演：**中式烤肉崛起带动行业连锁化进程加快，定位大众化市场的中式烤肉下沉市场空间广阔，单店模型待验证。高端食材需求量呈增长趋势，消费升级趋势不变，看好聚焦高端市场的日式烤肉在消费升级趋势下市场逐步培育后的长期价值。

投资建议

烧烤市场规模持续扩张，疫情不改增长态势，头部品牌尚未出现，处于连锁化进程加快与市场格局重塑阶段，头部餐企入局烧烤赛道有望带来业绩新增量。相关标的有首次进军高端烤肉赛道的呷哺呷哺与推出“小酒馆+烧烤”新店模型的海伦司。

风险提示

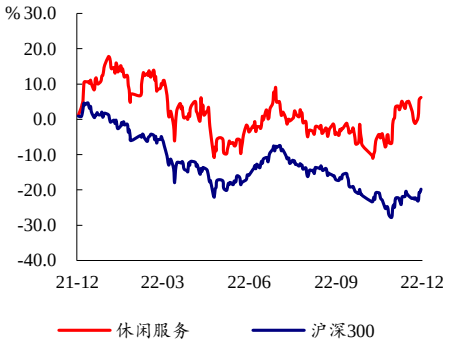
疫情反复风险；展店不及预期；新店业绩不及预期；新业务经营风险。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	贺晓涵
电子邮箱	hexh679@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《【社服】世界杯开赛餐饮业推新，露营旅游支持政策出台_20221127》2022.11.28

《【社服】优化防疫二十条公布，双十一户外运动品类成交额增长_20221114》2022.11.14

《【社服】防疫措施优化，积极布局餐饮旅游行业复苏行情_20221110》2022.11.10

《【社服】为农服务再升级，供销社重启育新机_20221107》2022.11.07

《【社服】海口国际免税城开业，海南离岛免税单日销售额创历史新高_20221031》2022.10.31

正文目录

1. 疫后高成长性赛道，烧烤市场潜力大.....4
1.1. 高速成长的潜力赛道，疫情不改高增态势.....4
1.2. 复盘中国烧烤业变迁史：连锁化时代已至.....7
2. 烤串：供应链比拼时代，聚焦差异化路径.....9
2.1. 空间展望：锁定低线和南方城市.....9
2.2. 商业模型：供应链与拓店模式选择.....10
2.3. 格局推演：高度分散的红海市场突围.....17
3. 烤肉：高端市场蓝海一片，时间孕育长期价值.....19
3.1. 空间展望：小众市场成长可期.....19
3.2. 商业模型：市场定位后的单店模型校准.....21
3.3. 格局推演：品类驱动的本质是用户驱动.....23
4. 相关标的.....25
4.1. 呷哺呷哺：进军高端烤肉赛道，火锅龙头蓄势待发.....25
4.1.1. 火锅龙头持续推新，新品牌稳步验证.....25
4.1.2. 趁烧：进军高端烤肉赛道，打造潜力增长点.....27
4.1.3. 盈利预测.....29
4.2. 海伦司：烤串+小酒馆，强社交赛道的重合.....31
5. 风险提示：.....32

图表目录

图表 1. 2021 年各餐饮品类连锁化率同比增长（pct）.....4
图表 2. 2021 年各餐饮业态门店数同比增长率.....4
图表 3. 2021 年烧烤就餐同行人数结构.....5
图表 4. 2021 年烧烤就餐场景结构.....5
图表 5. 2021 年餐饮业态营业时长及平均营业时段.....5
图表 6. 2022 年成都夜间餐饮消费品类 TOP 5.....5
图表 7. 2020 年各线级城市烤串门店数占比分布.....6
图表 8. 2020 年烤串门店人均消费占比.....6
图表 9. 2015-2021E 中国烧烤市场规模.....7
图表 10. 2015-2021E 中国火锅市场规模.....7
图表 11. 烤串行业发展历程.....8
图表 12. 烤肉行业发展历程.....9
图表 13. 烧烤食材地区偏好差异.....9
图表 14. 2020 年烤串和火锅门店数城市线级占比.....10
图表 15. 2021 年烤串线上门店数排名（千家）.....10
图表 16. 火锅与烤串供应链对比.....11
图表 17. 烧烤中央厨房穿串车间.....11
图表 18. 人工穿串与机器穿串效果对比.....11
图表 19. 2021 年火锅与烤串最受欢迎食材 TOP5.....12
图表 20. 2017-2020 年中国羊规模化养殖比重.....13
图表 21. 2021 年餐饮业态代表品牌客单价对比（元）.....14
图表 22. 2021 年餐饮业态代表品牌翻台率对比（倍）.....14
图表 23. 2021 年餐饮业态代表品牌单店面积对比（平米）.....14
图表 24. 2021 年餐饮业态店均坪效对比（元/平米/年）.....14
图表 25. 木屋烧烤与海底捞单店模型对比.....15
图表 26. 木屋烧烤成本费用率与各餐饮业态对比.....15

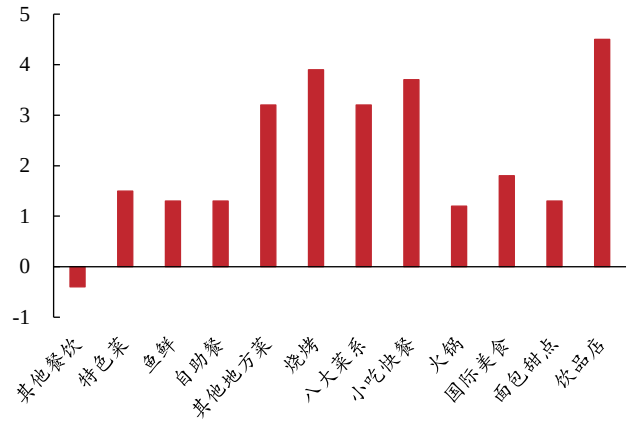
图表 27. 串意十足加盟政策.....15
图表 28. 2021 年不同门店规模烤串品牌分布.....17
图表 29. 烧烤头部品牌门店和客单价数据.....18
图表 30. 2020 年全国烤串门店客单价占比.....19
图表 31. 2019-2021 年烧烤到店客单价区间占比变化.....19
图表 32. 2020 年烧烤细分品类区域分布占比.....20
图表 33. 2020 年烧烤细分品类价格带分布占比.....20
图表 34. 2020 年烤肉门店区域分布占比.....20
图表 35. 2020 年烤肉门店分布 top10 城市.....20
图表 36. 2020 年烤肉门店人均消费占比.....21
图表 37. 2020 年中国进口和牛贸易市场份额.....22
图表 38. 中国和牛进口量.....22
图表 39. 烤肉头部品牌门店和客单价数据.....24
图表 40. 呷哺呷哺公司沿革.....26
图表 41. 呷哺呷哺旗下餐饮业务品牌.....26
图表 42. 呷哺呷哺 2022H1 各线级城市门店占比.....27
图表 43. 湊湊 2022H1 各线级城市门店占比.....27
图表 44. 趁烧、湊湊、呷哺呷哺单店模型对比.....28
图表 45. 呷哺呷哺品牌经营数据预测.....29
图表 46. 湊湊品牌经营数据预测.....29
图表 47. 湊湊品牌开店预测（家）.....30
图表 48. 趁烧品牌开店预测（家）.....30
图表 49. 呷哺呷哺品牌开店预测（家）.....30
图表 50. 呷哺呷哺公司主营业务收入预测（千元）.....31
图表 51. 呷哺呷哺公司利润预测（千元）.....31
图表 52. 2021Q1 中国青年群体夜间消费偏好.....32

1. 疫后高成长性赛道，烧烤市场潜力大

1.1. 高速成长的潜力赛道，疫情不改高增态势

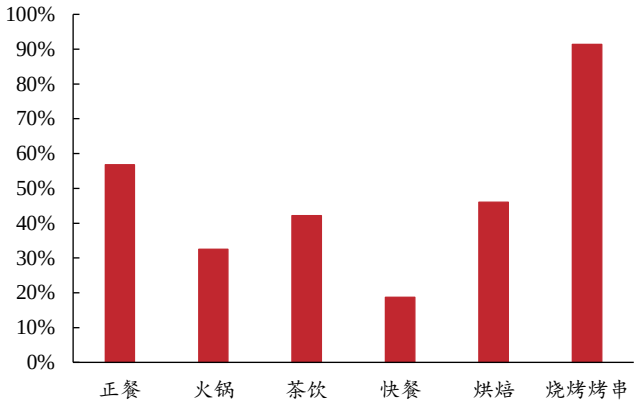
高成长性赛道，连锁化进程加快。根据中国连锁经营协会数据，2021 年烧烤行业的市场规模年增速在 10%左右，是当前餐饮业中增速较快且疫后恢复速度快的业态之一。从供给端看，根据中国饭店协会数据，2021 年烧烤烤串门店数同比增长 91.4%，是餐饮行业中同比增长最快的业态。根据连锁经营协会数据，2021 年烧烤、饮品、小吃快餐是疫后餐饮业中连锁化率提升最快的三大品类，是由于三者均为开店门槛低、标准化程度高、易复制的餐饮业态，其中烧烤行业 2021 年连锁化率达到 14.2%，同比提升 3.9pct，近年来烧烤业供应链环节的完善也为行业连锁化进程加快提供基础。

图表1. 2021 年各餐饮品类连锁化率同比增长（pct）



资料来源：CCFA&华兴资本，东亚前海证券研究所

图表2. 2021 年各餐饮业态门店数同比增长率

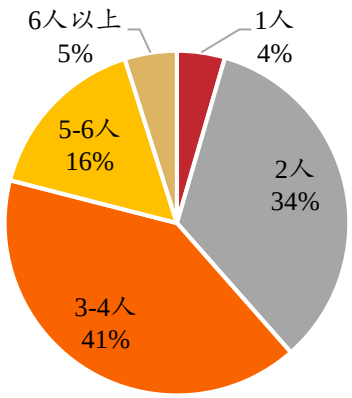


资料来源：中国饭店协会，东亚前海证券研究所

需求端：强社交+夜经济+分布广，烧烤市场需求空间大。从需求端看，烧烤与火锅同样具备强社交属性，且年轻消费群体占比高，价格带广，可烤食材种类多，受众广泛，且营业时间长，是夜经济的支柱餐饮品类，因此近年来市场需求增长较快。

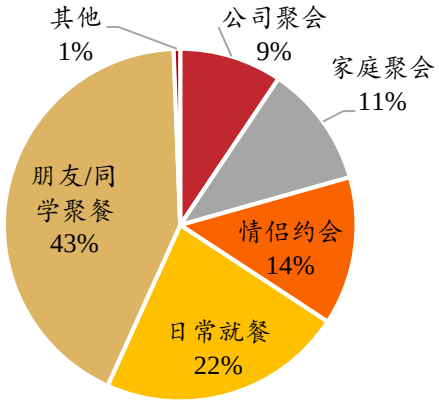
1）强社交属性餐饮赛道，疫后修复性强。根据烧烤消费习惯的调研数据，2021 年，烧烤就餐同行人数在 3 人以上的比重达到 61.5%，63.2%的就餐场景为朋友、同学、家庭和工作聚餐，虽然烧烤具备一定快餐属性，但由于食材多样，营业时间长，社交性很强。根据连锁经营协会调研数据，去火锅或者烧烤餐厅消费是疫情之后消费者最迫切的需求，消费意愿超过逛街、观影、旅游等。餐饮本身是国民刚需，烧烤又是强社交餐饮业态，因此在疫后社交需求集中释放的过程中，烧烤品类表现出强修复性。

图表3. 2021 年烧烤就餐同行人数结构



资料来源：辰智餐饮大数据，东亚前海证券研究所

图表4. 2021 年烧烤就餐场景结构



资料来源：辰智餐饮大数据，东亚前海证券研究所

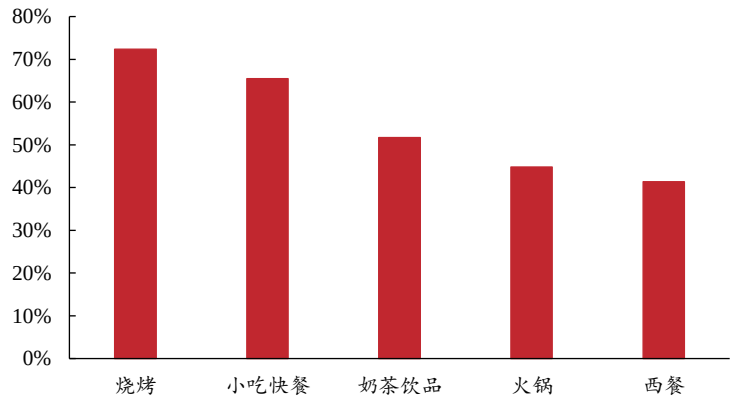
2）夜间消费支柱品类，创造客单提升空间。与其他餐饮业态相比，烧烤门店一大特征在于夜间营业时间长，2021 年，烧烤商圈店平均营业时段为 11 点至次日 2 点，是餐饮行业中关店最晚的业态，比同样强社交属性的火锅门店晚关店 2 小时，成为消费者夜间消费的首选。近年来受政策带动，夜经济迅速发展，夜间消费需求旺盛，根据艾媒咨询数据，烧烤是 2022 年新生代夜间餐饮消费的最热门品类，72.4%的消费者夜间餐饮选择了烧烤。

图表5. 2021 年餐饮业态营业时长及平均营业时段

	茶饮	小吃	火锅	烧烤	粉面	中式正餐	中式快餐	西式快餐
平均营业时长（小时）	12	14	13.5	15	12	12	12	16
平均营业时段（商圈店）	10-22 点	10:30-21:30	10-24 点	11 点-次日 2 点	10-22 点	10-22 点	10-22 点	7-23 点

资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

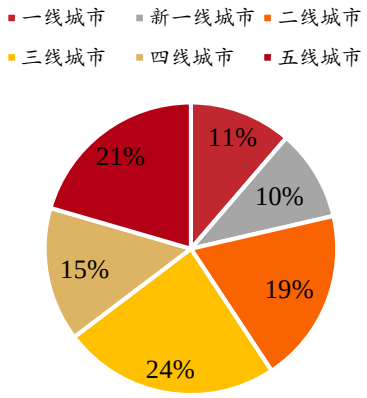
图表6. 2022 年成都夜间餐饮消费品类 TOP 5



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

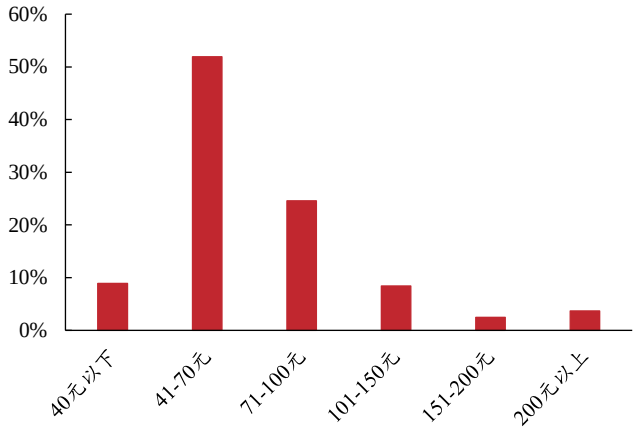
3）价格带广，城市线级覆盖广。烤串门店在各线级城市分布相对均匀，三线城市烤串门店占比最大，达到 24%，其次是五线城市，占比达到 21%，烤串在各线级城市均表现出一定的渗透率，同时在二线及以下的下沉市场优势突出，主要与烤串的价格带整体偏低有关，2020 年烤串门店的主流消费区间在 41-100 元，占比达到 76.5%，101-150 元的占比仅有 8.4%，上至 200 元以上，下至 40 元以下，均有相应定位的烤串品牌，且主流消费价格带在 100 元以下，价格带较广且整体偏低，因而在高线和低线城市均能有较高的渗透率。

图表7. 2020 年各线级城市烤串门店数占比分布



资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

图表8. 2020 年烤串门店人均消费占比



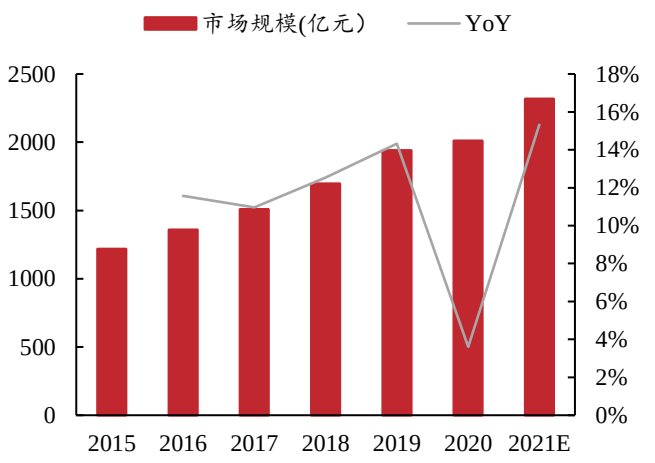
资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

供给端：门槛低+标准化，加速烧烤品牌规模化扩张。烧烤门店数加速扩张的原因，一是开店投资门槛低，以开放加盟模式的几家烧烤品牌为例，不含租金等经营费用，门店数最多的串意十足加盟费约为 20 万元，酒拾烤肉为 15-18 万/年，在低线城市和定位低端品牌的投资门槛较低；二是去厨师化，标准化，易复制。与火锅类似，烧烤对厨师的依赖程度低，使得门店易于标准化复制，供应链的完善是 2013 年以来门店进入加速扩张期的主要原因，供应链是制约餐饮业规模扩张的重要因素，门店 200+的木屋烧烤在 2012 年建立了烧烤品类首个 3000 平米的大型中央厨房，在供应链的支持下，木屋烧烤的门店规模得以加速扩张。

强社交赛道下的市场空间争夺，疫后增长势头不减。将烧烤与同属强社交餐饮赛道的火锅对照来看，门店数方面，截至 2022 年 5 月，全国烧烤门店数约 48 万家，其中烤串/烤肉门店数分别为 36.3/11.6 万家，火锅门店达到 51.7 万家。市场规模方面，2020 年烧烤/火锅市场规模分别为 2010/4236 亿元，烧烤的市场规模仅为火锅市场的一半，接近火锅市场 2013 年前后的规模。但从市场规模增速看，疫前烧烤与火锅市场规模每年同比增速均在 10%以上，但烧烤的增速逐年增长，火锅增速则放缓，且在疫情爆发的 2020

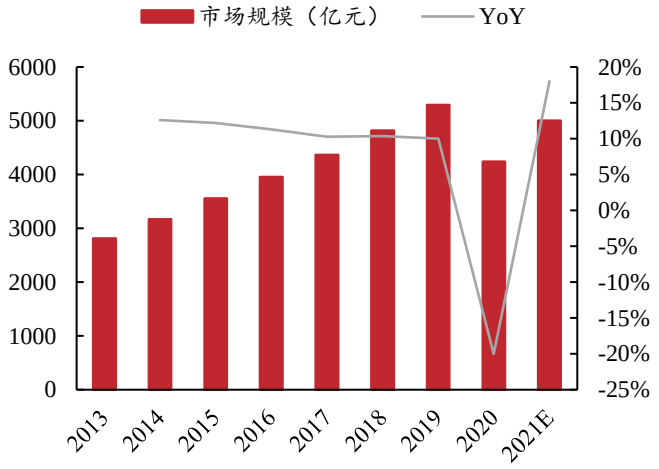
年烧烤市场仍维持了正增长，与火锅行业在经历一轮大规模扩张期后进入冷静期不同，烧烤市场仍在高速成长期，与火锅在争夺餐饮市场的份额。

图表9. 2015-2021E 中国烧烤市场规模



资料来源：NCBD，东亚前海证券研究所

图表10. 2015-2021E 中国火锅市场规模



资料来源：CCFA&华兴资本，东亚前海证券研究所

1.2. 复盘中国烧烤业变迁史：连锁化时代已至

广义的烧烤行业包括烤串和烤肉两大业态，截至 2022 年 5 月，全国烧烤门店数约 48 万家，其中烤串/烤肉门店数分别为 36.3/11.6 万家，全国有 3/4 的烧烤门店为烤串类，在烧烤市场占据主导地位，因此狭义的烧烤仅指烤串。烤串与烤肉最直观的区别在于，烤串将肉切割为小块串在签子上烤制，而烤肉则是以块或片的形式直接烤制，带给食客的口感大不相同，主要食材也有差异，且烤肉需要顾客自己烤，而多数烤串门店则由厨师烤好后再上桌，因此烤串的社交性更强，烤肉则更强调体验性。

烤串：从用户驱动到供应链驱动，连锁化进程加速。

1）2003 年以前：低客单、小规模。上世纪改革开放之后，市场经济逐步发展，餐饮业涌入众多个体从业者，夫妻店、路边摊为烤串门店雏形。

2）2003-2013 年：室内化、高度分散。木屋烧烤、冰城串吧、聚点串吧、何师烧烤等连锁化烤串品牌均创立于 2003 年前后，烤串 1.0 到 2.0 的升级主要依靠用户需求的驱动，20 世纪末中国刚经历一轮消费升级，叠加 2003 年非典加大对街边烧烤的整治力度，国民消费能力和卫生意识提高，室内烧烤迎来市场。这十年是行业的第一轮扩张期，该阶段末期餐饮业中烤串细分品类基本形成，但该阶段各品牌拓店速度较缓，规模增量多来自于品牌数量增多，因此呈现出市场高度分散的特征。

3）2013 年至今：品牌化、连锁化、细分化。该阶段行业的增量更多来自各品牌的拓店，首先供应链的不断完善为规模扩张提供基础，同时各品牌

的商业模型和拓店模式日益成熟，拓店速度加快，连锁化率提升。但行业集中度仍然较低，截至 2022 年 10 月，门店数最多的串意十足有 600+门店，木屋烧烤 200+门店，多数头部品牌门店数不足百家。同时行业进一步细分化，诞生的新品牌多数是专注某一单品，比如羊肉串、海鲜等。

图表11. 烤串行业发展历程



资料来源：红餐网，各品牌官网，东亚前海证券研究所

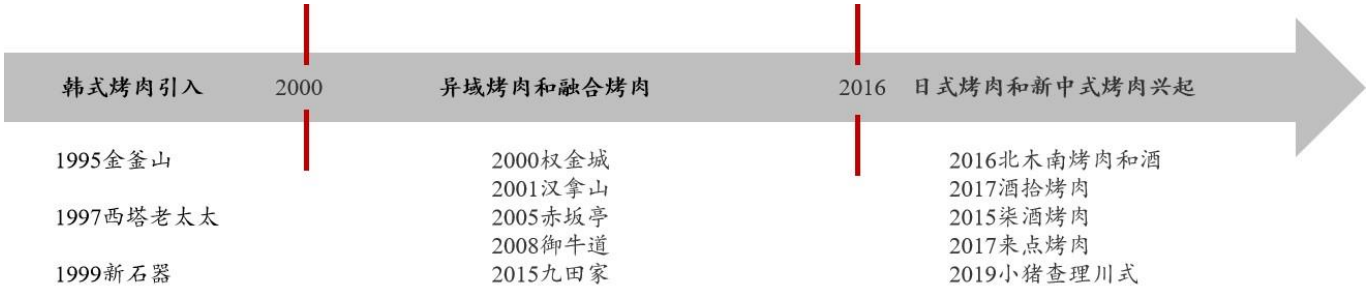
烤肉：品类驱动下的市场重塑，格局未定。

1）20 世纪 90 年代：韩式烤肉引入。中国的餐饮品类体系相对丰富，中式烤肉多分散在地方菜系中，难以形成单独品类，但很多海外国家的烤肉文化特色相对突出。上世纪 90 年代国人消费能力升级伴随韩流文化引入，给韩式烤肉的发展创造机遇。金釜山、新石器等韩式烤肉品牌均在这一时期创立。中国烤肉行业早期的市场培育工作一定程度上是韩式烤肉完成的。韩式烤肉多采用纸上烤、电烤，食材以猪肉和牛肉为主。

2）21 世纪初-2016 年：异域烤肉和融合烤肉发展。21 世纪初，中国的对外开放程度提高，消费观念向体验化、新潮化转变，在韩式烤肉之外，日式烤肉、美式烤肉、巴西烤肉、土耳其烤肉等异域烤肉兴起。同时烤肉品类的界限开始模糊，从烤制方式、食材到蘸料均出现融合，百度烤肉等融合烤肉品牌出现。但从品牌数量情况看，韩式烤肉依然是该阶段烤肉市场的主流。

3）2016 年-至今：日式烤肉和新中式烤肉兴起。2016 年前后是日料在国内走向大众化和快速发展的时期，日本农林水产省和外务省数据显示，2015 年-2017 年，中国日料餐厅数量增速达到了 74%。日料的发展带动了日式烤肉这一品类的兴起，而韩式烤肉的同质化和大众化已不再符合当下消费升级趋势，高端属性更强的日式烤肉迎来市场。同时柒酒、酒拾、北木南等中式烤肉品牌在近两年得到迅速发展。日式烤肉特征在于食材的高端性，讲求原切原味，蘸料也以盐等简单调味为主，烤制方式为炭火烤。中式烤肉的特征是先腌制或预处理后再烤。

图表12. 烤肉行业发展历程



资料来源：红餐网，各品牌官网，东亚前海证券研究所

2. 烤串：供应链比拼时代，聚焦差异化路径

2.1. 空间展望：锁定低线和南方城市

我们分析烤串规模落后于火锅的原因有三：一是季节性。烤串行业有外摆区的经营模式，有明显的的淡旺季特征，即冬天淡季，夏天旺季。二是跨区域经营。不像火锅市场上已经出现了川渝火锅这类南北通吃的细分品类，消费者对烤串的食材和口味偏好还存在明显的地域差异，如南方偏好海鲜，北方偏好羊肉，烤串分量也有明显差异，这要求烤串品牌在跨区域经营中具备更强的本土化能力。三是供应链的制约。与火锅相比，烤串的供应链环节增添一道至今仍未实现机器化的人工穿串环节，制约了行业规模化进程。

图表13. 烧烤食材地区偏好差异

食材	地区
羊肉类	津、冀、晋、豫、蒙、宁、甘、青、新、藏
牛肉类	黑、吉、辽、滇
猪肉类	川、渝、黔、湘、鲁、苏、皖
鸡肉类	京、陕、鄂
海鲜类	沪、浙、粤、桂、闽、赣、琼、港、澳、台

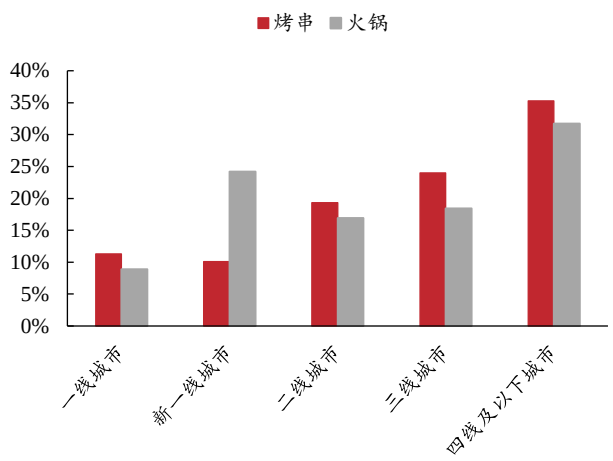
资料来源：餐饮 O2O，东亚前海证券研究所

烤串的未来空间或在下沉市场和南方城市。一是下沉市场。与火锅行业对比，烤串门店的线级分布较火锅更加下沉，烤串门店在二线及以下城市的分布占比高于火锅，主要与烤串的价格带整体偏低有关，2020 年烤串门店的主流消费区间在 41-70 元，而 2021 年火锅门店主流价格带在 51-100 元，101-150 元的占比为 30.7%（远高于烤串的 8.4%），中国的下沉市场消费基数更加庞大，是支撑烤串市场规模的空间增量。

二是北串南下趋势下的南方市场。根据美团数据，2021 年烤串线上门店数排名 Top10 城市中，已经有 6 家南方城市，其中川渝地区的门店数最多，东北地区仍是烤串界的主力市场，但南方城市对烤串的需求迅速增长，

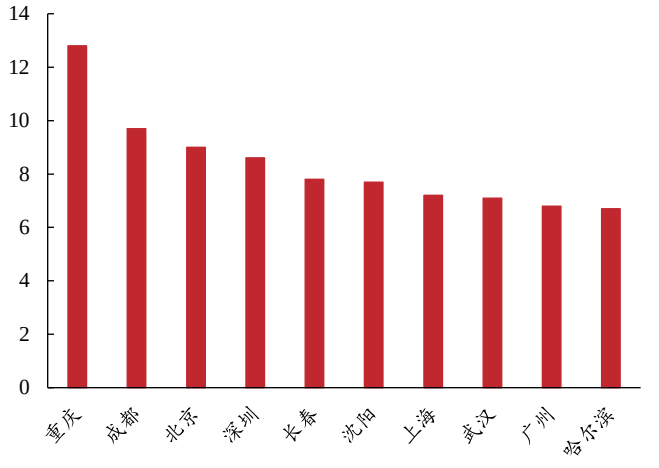
在 2021 年烤串订单量增速排名中，前十名中有 9 座是南方城市，芜湖增速最快，达到 90.3%。烤串市场已经从东北市场绝对主导向南北并驱发展转变，而南方城市的人均消费能力和夜间消费水平将支撑烤串市场规模的进一步增长。

图表14. 2020 年烤串和火锅门店数城市线级占比



资料来源：红餐网，CCFA&华兴资本，东亚前海证券研究所

图表15. 2021 年烤串线上门店数排名（千家）



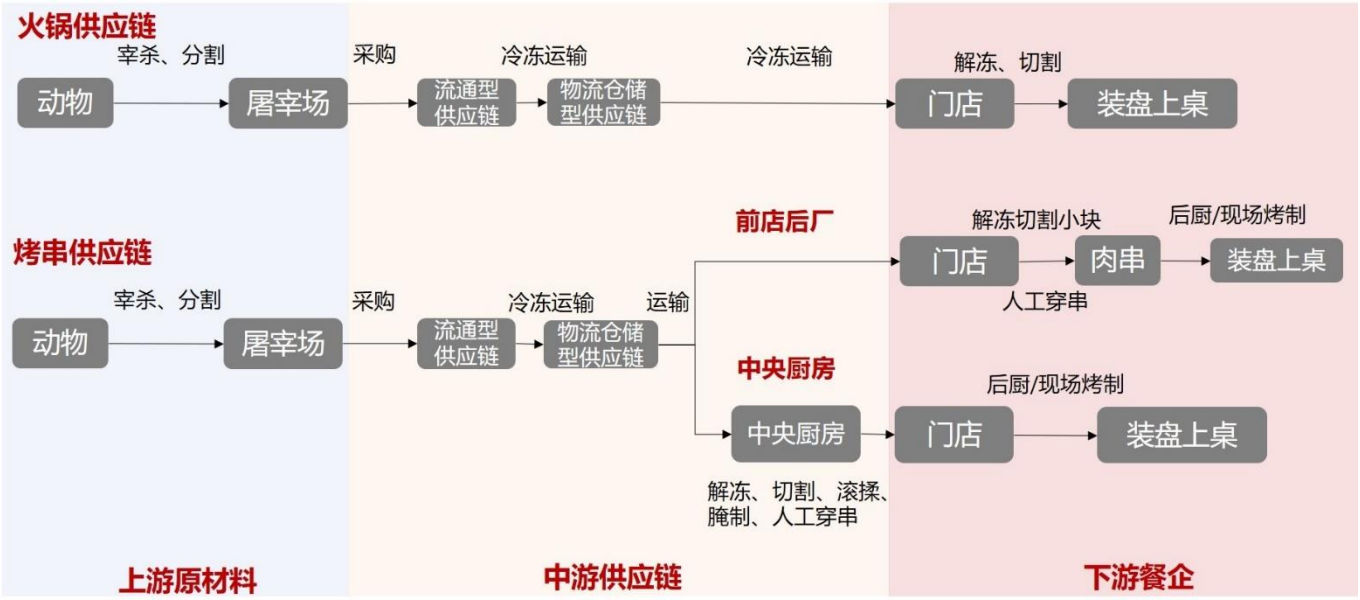
资料来源：美团&中国饭店协会，东亚前海证券研究所

2.2. 商业模型：供应链与拓店模式选择

穿串工序为烤串行业产业链一大特色。烤串与火锅行业供应链高度类似，从上游的养殖屠宰环节，到中游的供应链环节，以及下游的餐饮企业，二者最大的区别在于烤串多了穿串环节，因此在中游供应链环节除了蜀海、快驴这类流通采购服务商、冷链物流服务商以及食材加工商之外，还需能够完成穿串工序的中央厨房，目前供应链厂商和下游餐企均参与到穿串环节。

供应链困境制约烤串品牌规模扩张。木屋烧烤、冰城串吧、聚点串吧均为自建中央厨房模式，中央厨房向上游的养殖和屠宰环节采购原材料；很久以前羊肉串、丰茂烤串主打现串现烤，模式为前店后厂，由门店向源头直采，直接在门店里完成人工穿串，由餐企自行完成。无论在门店还是中央厨房穿串，仍多采用人工穿串的模式，导致人力成本高、效率低，门店穿串的成本更高，制约着烤串品牌规模化。

图表16. 火锅与烤串供应链对比



资料来源：蛋解创业，东亚前海证券研究所

中游供应链厂商难以实现规模化的原因有三：

一是人工穿串普遍存在，效率难以提升。市面上虽有穿串机售卖，理论上机器可代替人工穿串，但是以冰城自建的供应链利思客为例，主打产品仍采用手工穿制，并作为卖点之一，可见两类穿制方式对口感造成明显差异，受模具限制肉块较大，影响口感，同时由于穿串模具形状比较规则，会产生食材废料，造成三分之一的损耗，因此头部品牌多采用人工穿串。而没有能力自建供应链或找寻供应链合作的小规模烤串店只有选择门店内人工穿串。

图表17. 烧烤中央厨房穿串车间



资料来源：利思客官网，东亚前海证券研究所

图表18. 人工穿串与机器穿串效果对比



资料来源：利思客官网，淘宝，东亚前海证券研究所

二是规模不经济，难以与第三方供应链厂商合作。从供应链厂商角度，由于食材的产地和加工工艺不同，加工商需要按食材品类划分流水线以提高生产效率，比如羊肉、鸡肉、牛肉分别是一条线，在同一食材下，加工速度快、规模大的产品利润空间更大，而对供应链厂商来说，烤串属于加工工

艺复杂、成本高、且市场分散、规模小的下游厂商，缺少合作基础。而从烤串品牌角度，中式烤串多需要腌制环节，腌制秘方难以与第三方供应链分享，导致烤串企业与上游外部供应链很难形成紧密的合作关系，这也是头部烤串品牌选择了自建供应链或者去食材源头直采在门店腌制穿串的原因。另一方面，对于烤串单店来说，在门店内自行穿串比通过加盟获取品牌方的半成品串可以降低 5%-10%的人工成本（从供应链进货毛利率 50%，自行穿串毛利率 60%-70%）。

三是上游羊养殖行业规模化程度低。

羊肉在烤串食材中的地位非常突出。与火锅的食材种类丰富度相比，烤串的主要食材仍以肉类为主，尤其在北方烤串市场羊肉占据主导地位，根据中国连锁经营协会的调研数据，川渝火锅中受欢迎菜品是毛肚，即动物内脏，羊肉仅排在第 9 位，而以羊肉为主要食材的北方火锅占比较低。烤串市场则一直以北方市场主导，最受欢迎的便是羊肉串，导致烤串市场的供应链规模化对羊肉的依赖程度很大。

图表19. 2021 年火锅与烤串最受欢迎食材 TOP5

	川渝火锅	烤串
1	毛肚	羊肉串
2	虾滑	五花肉
3	鸭血	烤茄子
4	肥牛	牛肉串
5	麻辣牛肉	生蚝

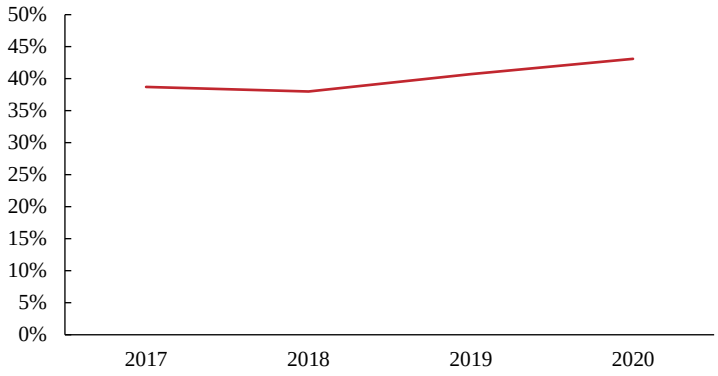
资料来源：CCFA&华兴资本，窄门餐眼，东亚前海证券研究所

上游肉类采购是决定供应链能力的重要一环。无论是自建供应链的中央厨房模式，还是前店后厂模式的直采，都需要把握优质羊肉供应源头，而烧烤行业标准化程度高，对厨师依赖程度低，产品差异化很大程度来自食材品质。1）一类是从屠宰场或是养殖户端采购：如很久以前羊肉串，采用呼伦贝尔 6 个月月龄的羔羊肉，深入上游指定屠宰场，采用跨过中间经销商的直采模式，保证源头原材料品质。2）一类是通过快驴、美菜等流通类供应链公司：如聚点串吧与快驴合作，由快驴在内蒙古锡盟草地羊基地采购羊肉，并直接在当地完成收羊、屠宰、加工等环节，再将羊肉批量运至聚点门店所在城市，最后按照聚点的要求分批次配送。

羊养殖的规模化程度低制约上游供应链的发展。2018/2019/2020 年我国羊出栏量 100 只以上的规模化养殖比重分别为 38.0%/40.7%/43.1%，农业农村部《推进肉牛肉羊生产发展五年行动方案》中提出，到 2025 年，羊规模养殖比重达到 50%，羊的规模化养殖程度仍有提升空间。同时肉羊产业链并未完全打通，肉羊工业化屠宰也尚未全面普及，依然存在大量的传统家庭

式或作坊式手工屠宰场，大量屠宰加工企业技术水平和规模化程度较低，缺乏销售渠道拓展能力。而羊肉品质是烤串品牌实现差异化的重要因素之一，因此对供应链要求较高。以木屋烧烤和很久以前羊肉串的规模，每年约消耗近 10 万只 5-6 个月的羊羔，由于该年龄的羔羊肉口感最佳，因而采购时间集中在每年 8-11 月，一旦错过最佳采购时机有可能丧失优质肉源，烤串所需高品质羊肉呈现出集中式大规模的采购需求，而我国目前羊从养殖到屠宰整个产业链的规模化程度均较低，加大了烤串供应链厂商或者烤串品牌向上游采购的难度。

图表20. 2017-2020 年中国羊规模化养殖比重



注：规模化养殖比重指羊年出栏 100 只以上的养殖规模占比

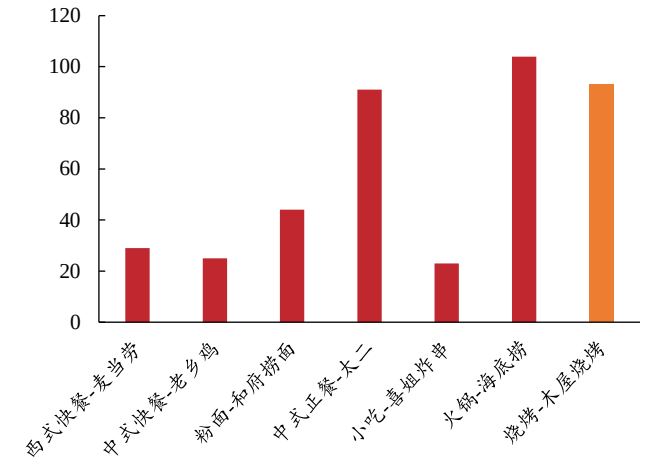
资料来源：《中国畜牧兽医统计》，南方农村报，东亚前海证券研究所

自建中央厨房模式初步验证，静候烧烤供应链进一步规模化。虽然烧烤供应链规模化制约因素较多，但目前已有多家头部品牌自建中央厨房并实现了食材自供，包括串意十足、木屋烧烤、冰城串吧等。从门店规模看，串意十足供应链能力最强，聚点串吧从 2007 年开始实现店内产品的自供，中央厨房通过冷链将约 80%的产品运至门店；木屋烧烤已有 3 个中央工厂，冰城串吧则打造了独立的供应链品牌利思客。与海底捞的蜀海供应链类似，利思客除了给冰城串吧供货，还同时给多家餐企供货，但从官网披露的合作品牌来看，不包括其他烤串品牌。聚点串吧的中央厨房同样有部分外销产能，但基本不承接外单，因为无法保障稳定供货。可以判断，目前各烤串品牌自建供应链仍以自供为主要目的，未来能否出现对标蜀海的烧烤供应链企业仍需下游烤串行业的规模扩张，烤串行业餐企和供应链的规模化扩张进程有望实现相互推进。

餐企单店模型：收入端与火锅类似，坪效表现略优。以木屋烧烤为例，2021 年客单价为 93 元，位于中端市场价格带，翻台率为 3 倍，与海底捞的收入模型比较接近。从坪效来看，烤串和火锅的单店坪效在整个餐饮行业中偏低，烧烤和火锅同属强社交餐饮业态，就餐人数多，决定单店面积较大，

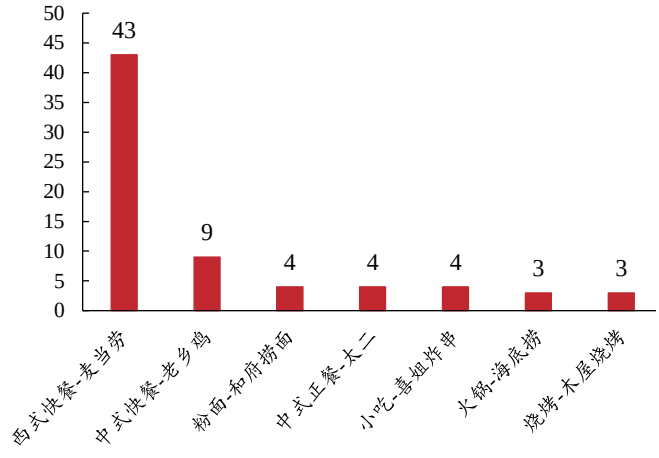
接近中式正餐的水平，因此坪效在所有业态中整体偏低。但与火锅相比，烧烤行业整体单店面积偏小，再加上一楼有附赠的外摆区，使得烤串的坪效优于火锅。

图表21. 2021 年餐饮业态代表品牌客单价对比（元）



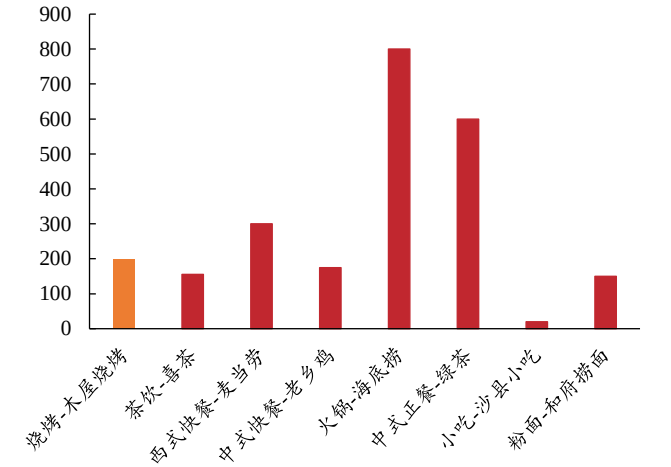
资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

图表22. 2021 年餐饮业态代表品牌翻台率对比（倍）



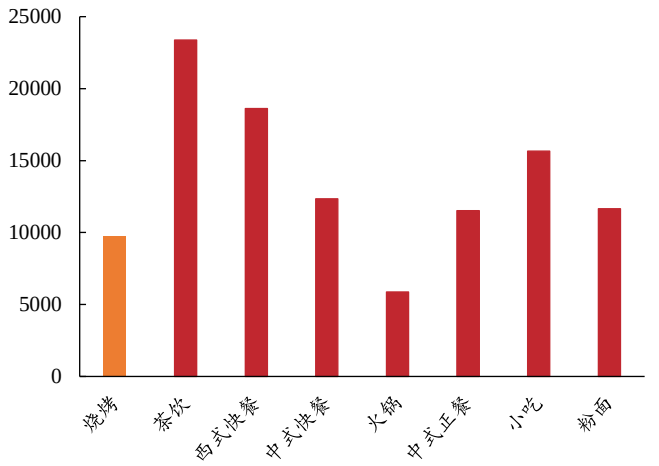
资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

图表23. 2021 年餐饮业态代表品牌单店面积对比(平米）



资料来源：艾瑞咨询，蛋解创业，东亚前海证券研究所

图表24. 2021 年餐饮业态店均坪效对比（元/平米/年）



资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

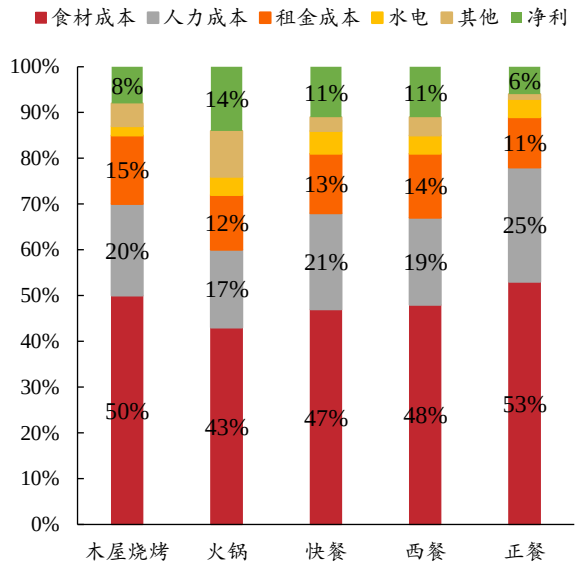
穿串抬升原材料成本，烤串毛利率低于火锅。以木屋烧烤的单店模型为例，算上穿串成本后的食材成本占单店营业额的比重达到了 50%，烤串店的毛利率为 50%，低于火锅行业近 60%的毛利率水平，略低于快餐和西餐的毛利率，高于正餐的毛利率，人工穿串环节拉低了烤串门店的毛利率水平，木屋烧烤在旺季的净利率大约在 7.9%，低于火锅行业平均 14%的净利率水平。烤串店的人力成本处于餐饮业平均水平，租金成本在餐饮业中处于偏高，木屋烧烤的租售比达到 15%，烤串行业高度分散的市场格局导致各玩家的品牌力被分散，租金议价能力方面有较大提升空间。

图表25. 木屋烧烤与海底捞单店模型对比

项目	木屋烧烤	海底捞
单店年营业收入（万元）	700.00	3000.00
坪效（万元/平米）	3.50	3.00
面积(平米)	200.00	1000.00
人均消费（元）	91.00	110.00
平均桌位数（个）	70.00	160.00
翻台率（倍）	3.00	4.70
营业总天数（天）	360.00	360.00
单店年营业成本项目占营收比重		
原材料及耗材	50%	42%
毛利率	50%	58%
员工成本	20%	30%
租金	15%	4%
水电、折旧摊销及其他	5%	11%
税前净利率	**7.90%**	**12.00%**

注：木屋烧烤数据根据蛋解创业疫情前 2019 年北京门店调研数据估算，海底捞数据根据公司 2019 年报的一线城市数据估算
资料来源：蛋解创业，公司公告，东亚前海证券研究所

图表26. 木屋烧烤成本费用率与各餐饮业态对比



注：木屋烧烤数据为 2019 年数据，其他业态数据为《2022 年中国连锁餐饮行业报告》中各行业近年来的一般水平
资料来源：CCFA&华兴资本，蛋解创业，东亚前海证券研究所

前店后厂模式的成本更高。一方面食材成本高，优质养殖源头的选取加上人工穿串抬高食材成本，同时店内穿串的场地增加租金成本；另一方面，人工成本高，以很久以前羊肉串为例，桌上现烤模式需服务员加串、撒料、取串，员工人数较多，提高人工成本，平均每 10 平米需要一名员工，因此很久以前的客单价较木屋烧烤更高。

加盟模式的新店模型：低门槛，快回收。以串意十足为例，营业额以外卖模式为主，根据官网披露数据，三线城市 60 平米的加盟店初始投资额为 20 万元左右，如不计算每个月的原材料、租金、人员成本、水电等经营成本，初始投资额有 13 万元左右。根据公司官网招商加盟热线提供的数据，理想情况下，一线城市门店的毛利率 50%-60%，净利率 25%，投资回收期 4-6 个月。烤串店的加盟模式比直营模式的盈利能力更强，供应链体系更易标准化，扩张速度更快。

图表27. 串意十足加盟政策

项目	金额
初始投资额	20 万元
租金	7200 元/月
装修	800 元/平米，4.8 万元
设备	2-3 万元
人员工资	3-5 人左右，1.5 元/月
原材料	第一批进货费及原材料费 2 万元左右
水电杂费	每月 0.1 万元
流动资金	5 万元

注：三线城市 60 平米为例

资料来源：品牌官网，东亚前海证券研究所

烤串行业核心竞争力拆解：

一是单店盈利能力，供应链、腌制和烤制秘方决定食材差异化，消费场景创新决定服务差异化。1）食材差异化能力：烤串业的去厨师化、标准化决定了行业的技术壁垒很低，行业本身的产品差异化空间较小，食材的品质和腌制、烤制秘方是产品差异化的主要抓手，我国高端羊肉的供给不足，能从供应链源头掌握优质的食材构成品牌和核心竞争力之一。**2）服务差异化能力：**烤串的强社交性决定了消费者做决策时除了口味还会考虑到消费场景和体验，比如很久以前的桌上现烤模式，由服务员现场撒料、加串，形成差异化的消费体验。

二是模型复制扩张能力，供应链是扩张基础，模式选择、模型校准、人才培养决定新店盈利能力。

1）是否自建中央厨房与规模、品质相关：如前文所论证，烤串门店要想通过上游中央厨房提高效率，只有自建中央工厂，而是否采取自建供应链，一要计算自建的性价比，即权衡中央厨房带来的增量运营成本与节省的物料成本，餐企的门店和营收规模要足以支撑中央厨房的利用率；二要考虑对产品品质的影响，将部分食材处理环节转移到供应链厂商，原料成本的降低可能意味着品质的让渡，尤其对于高端羊肉食材，穿串、切割、冷链运输等多个环节都可能影响到产品最终的品质，无论自建还是合作供应链，餐企都需严格把控供应链各环节对品质的影响。

2）拓店模式选择加盟还是直营与客单价、定位相关：加盟和联营模式下，标准化程度高，势必让渡产品品质，因此拓店模式取决于品牌的定位，即判断定位于追求性价比的消费者还是追求品质和体验的消费者。从目前头部烤串品牌来看，很久以前、木屋烧烤、聚点串吧等均采用了直营模式进行连锁化扩张，几家的客单价均在 90 元以上，而采取加盟模式扩张的有串意十足、大圣烧烤等，两家品牌的客单价分别是 43/66 元，高客单的几家头部品牌在食材方面多选取优质或特色的供应链，比如很久以前的呼伦贝尔羔羊肉，木屋烧烤的内蒙古羔羊肉，品牌方出于对品质的把控，多采取直营模式。而串意十足等客单较低的烤串店食材差异化程度较低，定位大众化市场，通过加盟模式实现了快速扩张。

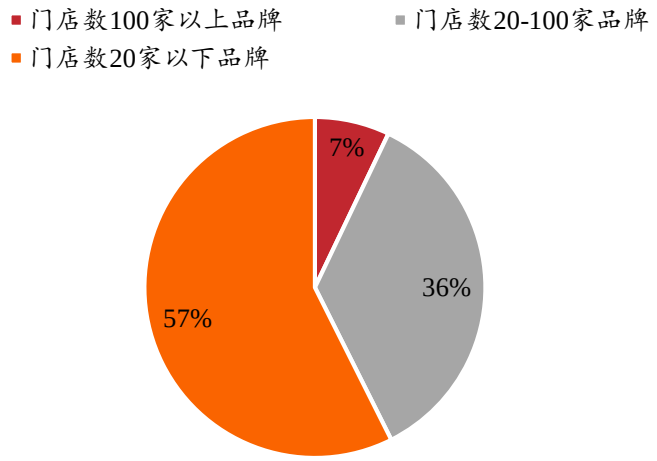
3）跨区域、跨线级经营的模型校准：中国的饮食文化地域差异非常明显，导致我国整个餐饮行业都处于高度分散的状态。对于烤串市场来说，不同区域的食材偏好、口味偏好、消费习惯等均存在较多差异，从头部品牌的区域分布来看，品牌扩张路径多围绕其发源地周边，仅有部分头品牌实现了较大范围的跨区域经营，跨区域、跨城市线级经营要求必须在食材种类、产

品、场景方面进行本土化改造，不断校准和验证单店模型。

2.3. 格局推演：高度分散的红海市场突围

烧烤市场高度分散，尚无绝对头部品牌。从市场格局来看，烧烤市场集中度和连锁化率均较低，2021 年烧烤市场连锁化率为 14.2%，低于火锅（20.7%）和八大菜系（15.2%）的连锁化率。2021 年门店数达到 100 家以上的烧烤品牌仅占整个市场的 7.1%。烤串供应链环节由于仍然存在人工穿串导致连锁化程度低，头部品牌中门店数超过 100 家的较少。

图表28. 2021 年不同门店规模烤串品牌分布



资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

低客单+加盟模式的烤串店连锁化速度较快。直营模式投入高，势必让渡拓店速度。从目前门店数排名居前的头部烤串品牌来看，除了木屋烧烤凭借直营模式门店数超过 200 家，串意十足和大圣烧烤均采用了加盟模式。直营模式下对供应链品质、人才管理等要求更高，品牌方自建中央厨房方面的难度和投入均更大，在新店选址等方面决策也更加谨慎，加之人才培养方面的投入，拖累了直营模式规模化扩张的速度。而加盟模式自建供应链的难度相对较低，轻资产模式便于快速扩张，让渡产品的差异化程度与客单价后，从量上取胜，标准化快速复制是该类品牌扩张的主要途径。

图表29. 烧烤头部品牌门店和客单价数据

品牌名称	门店数（家）	客单价（元）	创立时间	发源地	分布区域	拓店模式	供应链
串意十足烧烤店	634	42.99	2018	上海	上海、江苏、浙江	加盟	自建中央厨房
木屋烧烤	203	92.53	2003	深圳	广东、北京	直营	自建中央厨房
大圣烧烤	111	65.54	2002	宜昌	湖北	加盟	-
郭靖烤全羊	96	146.39	2015	北京	北京、天津、杭州	直营	-
很久以前羊肉串	84	122.63	2008	北京	北京、上海	直营	前店后厂
丰茂烤串	57	107.27	1991	延边	北京	直营	前店后厂
聚点串吧	53	101.67	2005	北京	北京	直营	自建中央厨房
管氏翅吧	47	98.31	2008	北京	北京	直营	-
客串出品	39	82.12	2015	长沙	湖南	加盟	-
何师烧烤	37	87.28	2003	程度	四川	直营	-
冰城串吧	28	90	2004	北京	北京	直营+加盟	自建中央厨房

注：门店和客单价数据为截至 2022 年 10 月
资料来源：红餐网，窄门餐眼，品牌官网和微信公众号，东亚前海证券研究所

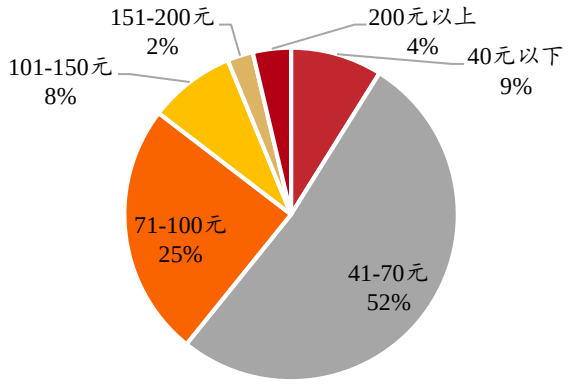
自建中央厨房：有望依靠供应链率先突围。供应链不仅是决定烤串也是整个餐饮行业连锁化扩张的关键要素，对标火锅行业，海底捞同样是在上游的供应链各环节自建工厂，比如蜀海，虽然穿串环节给烤串行业的供应链建设造成较大困难，但自建供应链仍可显著提高效率，降低成本，给单店模型的复制扩张提供基础保障，从当前市场格局来看，自建中央厨房模式下，木屋烧烤已经凭借 200+门店数量领先众烤串品牌，并已形成一定市场竞争力和品牌影响力，自建供应链模式初步验证，随着餐企和供应链规模化进程的相互推进，有望率先占据领先市场地位。

前店后厂：有望向中高端市场转型，看好大单品和服务差异化带来的长期价值。由于烤串行业同质化问题日益突出，越来越多烤串品牌开始寻求差异化路线，前店后厂模式的烤串品牌很多是差异化和大单品战略的奉行者。包括采用呼伦贝尔羔羊肉的很久以前，主打“羊肉现穿才好吃”的丰茂烤串，前店后厂模式的品牌方普遍更加注重上游优质和差异化原材料的供应，并且讲求人工穿制，“很久以前只是一家串店”更名为“很久以前羊肉串”，突出很久以前优质羊肉，对标火锅行业，海底捞服务制胜，大单品战略在巴奴毛肚火锅得到验证，现场穿串品牌有望通过大单品和产品差异化打造品牌竞争力。根据美团数据，近年来主要订单量占比的价格带正从 30-90 元向 91-120 元迁移，前店后厂模式的客单价整体偏高，但伴随人均消费能力提升中高端烧烤市场需求有望提升。

高性价比+加盟模式：有望凭借规模实现突围。加盟模式下的几大品牌的显著特征是低客单，这就给向看重性价比的下沉市场扩张提供了可能，烤串行业的价格带广，41-70 元为主流价格带，串意十足客单价 43 元，2018

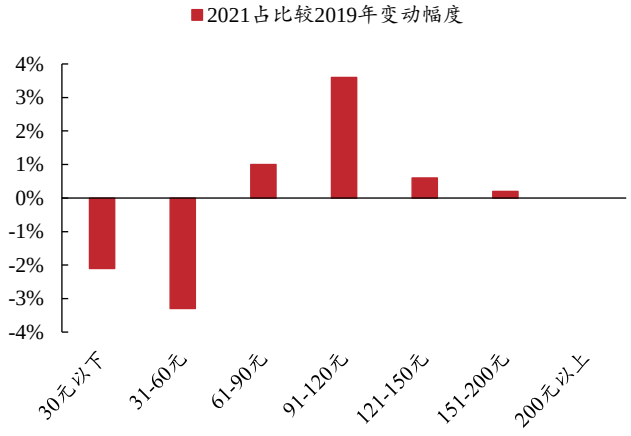
年创立，仅三年多便开店 600 多家，体现高性价比模式在下沉市场的渗透能力，以及加盟模式下的快速展店能力。

图表30. 2020 年全国烤串门店客单价占比



资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

图表31. 2019-2021 年烧烤到店客单价区间占比变化



资料来源：美团&中国饭店协会，东亚前海证券研究所

3. 烤肉：高端市场蓝海一片，时间孕育长期价值

3.1. 空间展望：小众市场成长可期

烧烤行业的小众业态，未来成长空间可期。从门店数来看，截至 2022 年 5 月，全国有烤肉门店 11.6 万家，占全国 48 万家烧烤门店的四分之一，根据红餐网数据，2020 年，烤肉的市场规模 500 亿元，约占烧烤行业市场规模的四分之一。与烤串相比，烤肉在烧烤行业略显小众，**我们分析烤肉行业规模较小的原因有二：**

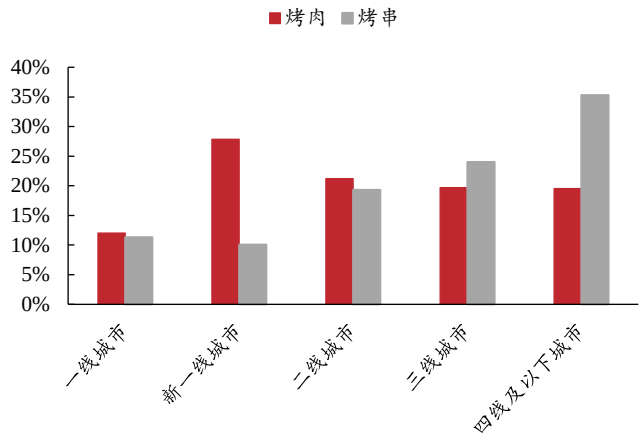
1）品类形成和市场培育较晚。中式烤肉的细分流派较多，包括北京炙子烤肉、内蒙烤肉、新疆烤肉、东北烤肉、湘派烤肉等，但均散落分布在地方菜系中，且较少跨区域外延，因此在韩式烤肉引进之前，中式烤肉一直没有形成单独的品类，规模化和品牌化进程缓慢，烤肉市场培育甚至是韩式烤肉完成的，烤肉业态被误认为餐饮的“舶来品”，市场的接受度较烤串偏低。

2）强社交餐饮赛道的红海竞争。烤肉市场培育较晚，强社交属性的火锅和烤串已占据先发优势，且烤肉用餐过程中需食客自行烤制，减少了社交的时间，使其社交属性略弱于烤串，在处于红海竞争的餐饮业中抢占市场份额的难度更大。

高端市场培育不足，下沉市场渗透度低，烤肉行业向上向下均有空间。根据红餐网数据，烤肉市场的主流人均消费区间在 100 元以下，50 元上下各占一半，我国烤肉行业仍处于中低端消费水平，高端市场培育尚不及烤串。烤肉门店在新一线城市占比最多，二线及以下城市分布相对均匀。对比烤串与烤肉的主流价格带与城市线级分布，发现价格带更低的烤肉在低线城市

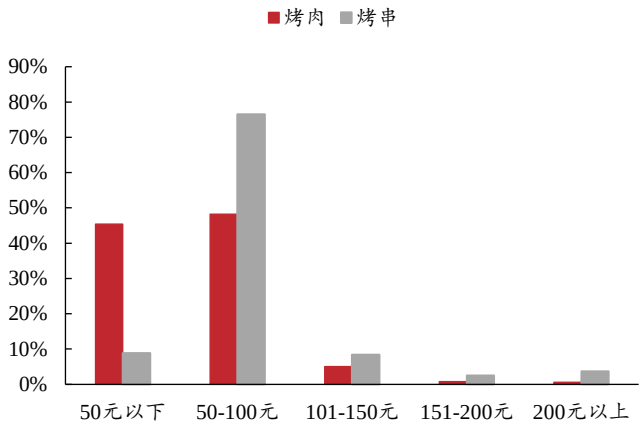
的占比却不及烤串，可能原因一是当前下沉市场烤肉门店定价策略导致性价比较低，二是一直占据主导地位的日韩烤肉客单较高，下沉进度较慢。因此未来烤肉行业在下沉市场和高端市场均存在待挖掘空间，韩式烤肉的融合化、大众化以及低客单的中式烤肉的兴起，有望加速行业下沉，而主打高端的日式烤肉则有望受益于消费升级趋势带来的市场增量空间。

图表32. 2020 年烧烤细分品类区域分布占比



资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

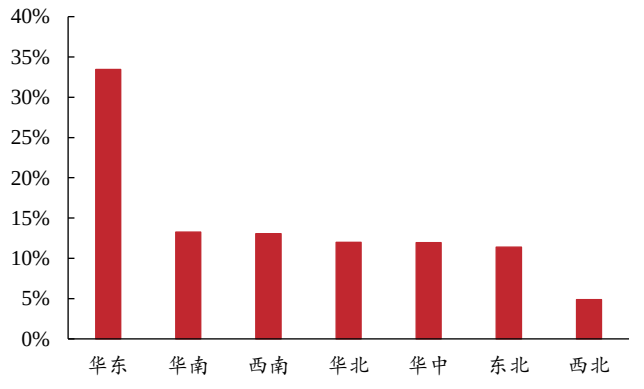
图表33. 2020 年烧烤细分品类价格带分布占比



资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

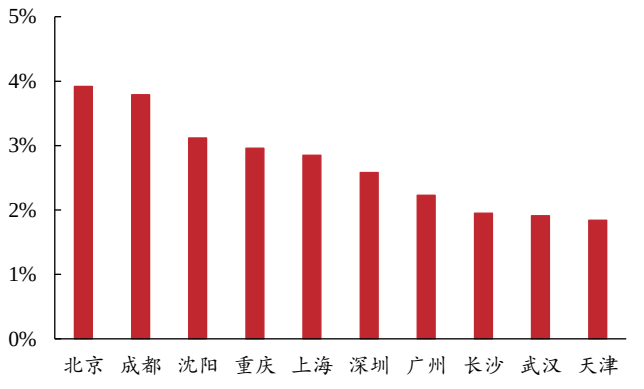
华东市场占比领先，西南市场挖掘空间大。根据红餐网数据，烤肉门店在华东地区分布占比高达 33.46%，远高于其他地区，与华东地区整体的消费能力较高有关。除华东地区烤肉门店密集分布之外，烤肉在全国其他地区分布相对平均，占比均在 10%-15%，仅西北地区烤肉门店占比较少，与西北和东北地区以中式烤串为主的消费偏好有关。从全国烤肉门店数排名居前的城市来看，有两大西南地区城市进入前五，分别是成都和重庆。前十中另有 1 家东北地区城市，华北、华中、华南城市各 2 家，西南地区重社交的人文特征显著，一线和新一线城市的消费水平较高，未来挖掘空间较大。

图表34. 2020 年烤肉门店区域分布占比



资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

图表35. 2020 年烤肉门店分布 top10 城市



资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

3.2. 商业模型：市场定位后的单店模型校准

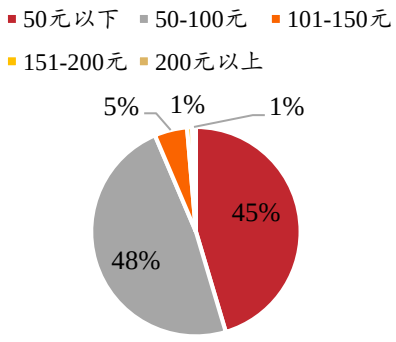
烤肉供应链与火锅可共用。由于不存在穿串环节，烤肉食材解冻切割后直接上烤架，因此不同于烤串，烤肉行业供应链环节限制较少，烤肉餐企可选择自建供应链也可与第三方供应链公司合作，更可与火锅共用供应链。多家头部烤肉品牌在加盟政策均提供包括仓储、冷链运输、食品加工等环节的供应链服务。

食材决定烤肉供应链差异。从头部烤肉品牌来看，日式烤肉的客单价明显高于韩式和中式烤肉，几大品类烤肉近年来在市场定位方面发生了显著的分歧。韩式、中式、融合烤肉均聚焦中低端和大众化定位，发力下沉市场，且食材的类型更加多样，除了牛羊肉，还包括猪肉、鸡肉、海鲜、蔬菜等，并通过预先腌制和处理再烤制，供应链渠道不存在过多壁垒。而日式烤肉则始终定位高端市场，与日本烧肉文化有关，20 世纪 60 年代烤肉传入日本，由于日本特色的料理文化的差异以及独有的全球最优质和牛，使得烤肉在日本本土化后逐渐演变成追求极致食材的高端料理，讲求食材原切。

完善供应链体系可提高单店利润率。根据职业餐饮网数据，酒拾烤肉在门店数达到 100 多家时自建了供应链体系，从食材到调料包均由仓储配送中心统一配送，加盟商可享受较低的采购价格，保证单店的毛利率在 60%-65%，高于烤串门店 50%的毛利率，烤肉门店由于不存在穿串环节，供应链体系更加成熟，大大降低了食材成本，毛利率更高。净利率可达 30%，比烤串直营店的净利率更高。

强社交属性用餐时间长，低端市场面临低翻台率困境。根据红餐网数据，烤肉门店中有 45%客单价在 50 元以下，该类门店多为自助烤肉模式，时限 90 分钟，与客单价较高的烤肉门店的用餐时长和理论翻台率趋同，但是低端烤肉的客单价提升空间较小，而烤肉的强社交属性使得用餐时间较长，翻台率不及同样标准化的小吃和快餐店，导致单店利润率较低。

图表36. 2020 年烤肉门店人均消费占比

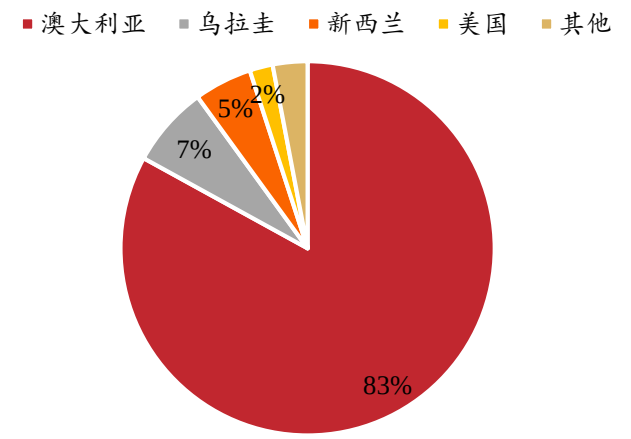


资料来源：红餐网，东亚前海证券研究所

高端烤肉供应链稀缺，日本掌握全球绝大多数的优质和牛。和牛根据血统分为全血和牛（100%纯和牛血统）、纯种和牛（93%以上和牛血统）以及杂交和牛（50%以上和牛血统），根据和牛国际数据，96%的全血和牛在日本，其次是澳大利亚和美国。日本的杂交和牛占全球杂交和牛的 50%，美洲占比近 30%。日本最著名的和牛分别是神户、松阪和近江和牛。衡量和牛质量的指标包括大理石花纹、肉的颜色亮度、肉的硬度和质地等，其中日本和牛的大理石花纹含量全球最高。日本和牛的优质和稀缺导致和牛价格高企，虽然日本可以实现全球最优质和牛的自供，但国内仍有 60%的牛肉消费来自进口。和牛价格的高企，令即使在盛产和牛且消费能力更强的日本，以和牛为主要食材的高端烤肉只能是小众市场。

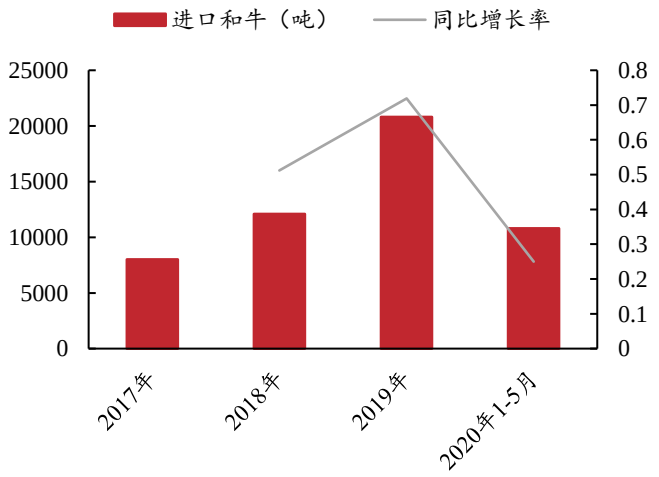
我国和牛进口主要来自澳洲，进口牛肉量呈上升趋势。由于我国对日本牛肉在 2019 年底前一直处于禁运状态，因此我国的和牛进口主要来自澳洲，根据和牛国际数据，澳大利亚在我国进口和牛贸易中占有 83%的市场份额，同时中国也是澳大利亚和牛的重要市场。从和牛进口总量来看，2019 年我国进口和牛 20800 吨，同比增长 72%，2020 年 1-5 月累计进口 10800 吨，同比增长 25%，我国对高端牛肉的进口需求量持续旺盛。

图表37. 2020 年中国进口和牛贸易市场份额



资料来源：和牛国际，东亚前海证券研究所

图表38. 中国和牛进口量



资料来源：和牛国际，东亚前海证券研究所

烤肉行业核心竞争力拆解：

中低端市场：1）产品差异化：烤肉的去厨师化决定产品极易陷入同质化局面，而中低端市场的客单和定位又难以从食材上差异化，从现拌现烤的湘派烤肉近年来的迅猛增势判断，腌料、蘸料或成大众烤肉市场走向差异化路径之一。**2）翻台率：**烤肉的社交属性强，顾客用餐时间长拖累翻台率，中低端品牌客单价提升空间小，在服务流程、菜单设计、产品种类方面均有提升翻台率的空间，但设置规定用餐时间或影响用餐体验，增设烤肉师加快

烤肉速度或增加人力成本，需不断校准单店模型。**3）供应链决定毛利率：**标准化的供应链下，食材成本降低，烤肉店毛利率可达 60%以上。

高端市场：1）供应链差异化：以日式烤肉主导的高端烤肉的核心差异化路径是食材，肉的品种、新鲜度、部位、切割方式直接影响肉质口感，因此把握高端食材的供应链是高端烤肉差异化的核心。**2）服务与市场培育：**日式烤肉除了食材，影响食客体验的其他因素还包括烤制方式和蘸酱，烤制方式指的是炭的品种和烤肉技术。烤肉与烤串的一大区别在于需由顾客自行烤制，而在高端市场，消费者的烤肉水平则直接影响着口感，专业的烤肉师一方面从服务上提升用餐体验，另一方面可以通过传播烤肉文化做好高端烤肉的市场培育。

3.3. 格局推演：品类驱动的本质是用户驱动

中式烤肉崛起带动行业连锁化进程加快。从头部品牌门店数来看，相比烤串市场的高度分散，烤肉市场的连锁化程度和市场集中度相对更高，日式融合烤肉九田家门店数超过千家，迅速扩张的几大中式烤肉品牌门店数均已达到百家以上，烤肉头部品牌的规模化程度显著优于烤串，原因有二：一出现了较多的低客单的中式烤肉品牌，规模扩张速度快。二是烤肉没有穿串环节，供应链规模化更加容易，可从第三方供应链公司获取原材料。

直营+加盟模式成主流。与烤串店多数以直营模式为主不同，除了日式烤肉外，烤肉品牌多是直营+加盟，主要是更加完善的供应链体系为烤肉店加盟提供了基础。韩式烤肉和融合烤肉品牌虽也采取直营+加盟模式，但规模化程度也普遍较低，伴随中式烤肉迅速发展，异域烤肉品牌在定位上出现明显分化，韩式烤肉出现大众化和中高端化两个方向，日式烤肉坚守高端市场和直营模式，如御牛道、赤坂亭等规模较大的日式烤肉店。

中低端市场竞争激烈。据不完全统计，门店数排名前十的品牌中，有 6 家客单价不到 100 元，前 5 家品牌中，客单价在 60-70 元且成立时间在 5 年之内的中式烤肉品牌就占了 4 家，烤肉的中低端市场玩家众多且均成长迅速，中低端市场竞争相对更加激烈，主要分两类玩家，一是传统的韩式烤肉和融合烤肉，二是近两年来规模迅速扩张的中式烤肉。中式烤肉的快速成长除了客单价更低，还与中式烤肉多主打特色腌料等口味差异化有关。从中式烤肉在低端市场的突围可以看出，低端市场的红海竞争格局下，差异化已经成为当前获取竞争优势的主要路径。

高端市场蓝海一片，格局未定。从烤肉行业的客单价结构可以看出，烤肉行业的高端市场尚未培育起来，牛角烧肉规模较大但不足 100 家，另外规模较大的两家仅有 20-30 家，与其他头部品牌的规模差距比较大，连锁化

程度较低，这与高客单价的单店模型有关，对标高端酒店市场，由于高端单体酒店的定价更高，不同于经济型酒店需要达到规模效应，较小的规模和辐射范围依然可以支撑自身体量，因此连锁化更多来自品牌间的整合。高端烤肉未来或面临同样的局面，未来连锁化空间或来自高端品牌间的整合，前提依然是等待消费升级趋势下的结构转变和市场的逐步培育。

图表39. 烤肉头部品牌门店和客单价数据

品牌名称	门店（家）	客单（元）	流派	创立时间	发源地	主要分布区域	拓店模式
九田家黑牛烤肉料理	1048	109.22	日式融合	2015	内蒙古	内蒙、天津、山西	直营+加盟
小猪查理川式	555	71.19	中式	2019	北京	山东、河南、河北	直营+加盟
酒拾烤肉	545	68.92	中式	2017	长沙	湖南、江西、广东	直营+加盟
北木南烤肉和酒	348	60.63	中式	2016	重庆	重庆、四川	直营+加盟
柒酒烤肉	180	63.38	中式	2015	长沙	湖南	直营+加盟
新石器烤肉	136	87.76	韩式	1999	上海	上海、杭州	直营+加盟
来点烤肉	112	76.24	中式	2017	长沙	江西、浙江、湖南	直营+加盟
牛角日本烧肉	75	205.19	日式	1996	日本	中国香港、中国台湾、北京	直营
汉拿山烤肉	66	110.78	韩式	2001	北京	北京	直营+合伙人
西塔老太太泥炉烤肉	63	136.73	韩式	1997	沈阳	沈阳、北京	直营+加盟
权金城	40	94.86	韩式	2000	北京	北京	直营+加盟
御牛道	31	189.52	日式	2008	杭州	杭州	直营
赤坂亭	23	328.87	日式	2005	上海	上海	直营

门店和客单价数据为截至 2022 年 10 月
资料来源：红餐网，窄门餐眼，品牌官网和微信公众号，东亚前海证券研究所

中式烤肉：下沉市场空间广阔，单店模型待验证。客单低、创立时间短、扩张快、重加盟是中式烤肉品牌的显著特征。从区域分布来看，中式烤肉品牌多数发源于南方，门店集中分布在南方的新一线、二线城市。从烤肉门店地区分布来看，下沉市场的渗透率比烤串低，定位大众化市场的中式烤肉未来在低线城市有较大的渗透率提升空间，但中式烤肉能否在低线城市平衡客单价和翻台率，打磨出成功的单店模型有待验证。

日式烤肉：蓝海竞争，看好高端市场培育后的长期价值。

进口牛肉品质加速提升。冷冻草饲牛肉占澳大利亚出口中国牛肉的主要部分，但冷藏谷饲牛肉近年来增长较快，2020 年虽受疫情影响，澳大利亚对中国的冷藏谷饲牛肉出口仍同比增长 140%，谷饲牛肉较草饲牛肉品质更佳，可见中国优质牛肉的需求量逐年增加且呈现出高端化趋势。

消费升级趋势不变，“高端+”或成市场培育手段。客单高、扩张慢、分散度高、重直营是日式烤肉的显著特征。由于我国和日本等发达国家的人均消费能力还存在差异，高端烤肉在现阶段仍是小众市场，更是一片蓝海市场，但从高端和牛的进口量来看，消费升级趋势不会变，高端烤肉市场的长期成长空间较大。现阶段高端烤肉市场需要做的是保证优质食材供应链，同时做市场培育。

一是精准捕获高端客群，对标奢侈品逻辑，引导具备高端烤肉消费能力的客群培育消费习惯，比如通过烤肉师在烤制服务中介绍烤肉文化；二是差异化消费体验，如呷哺呷哺推出的高端烤肉品牌趁烧，主打“烧肉+酒茶+欢乐”，定位消费意愿较强的年轻消费群体，将娱乐场景融入餐饮，通过提升消费体验来吸引顾客，培育烤肉的消费习惯。三是丰富产品体系，如日式融合烤肉九田家主打澳洲 M9+和牛和特色果木炭，同时融入了定位偏大众化的日式和韩式料理，通过丰富产品种类降低客单价，扩大目标市场的同时培育高端烤肉消费习惯。

韩式和融合烤肉：在向上或向下的过程中做好差异化。韩式烤肉是最早兴起的烤肉品类，因此在不断地被模仿的过程中市场同质化问题最为突出，100-150 元的中高端定位也受到了走大众化路线的中式烤肉的挑战。未来韩式和融合烤肉品牌的格局变化可能有二：一是模仿中式烤肉的路径，降低客单价，布局下沉市场，二是持续定位中高端市场，通过食材或蘸料等打造差异化产品，比如西塔老太太主打的特色蘸料。

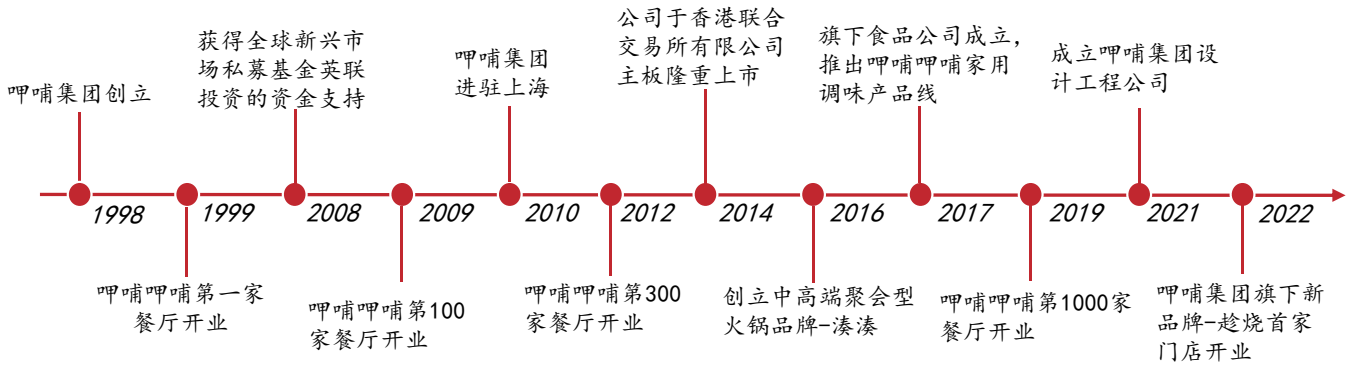
4. 相关标的

4.1. 呷哺呷哺：进军高端烤肉赛道，火锅龙头蓄势待发

4.1.1. 火锅龙头持续推新，新品牌稳步验证

小火锅起家，2022 年进军烧烤赛道。呷哺呷哺集团是中国著名的餐饮集团之一，集团由创始人贺光启先生于 1998 年 11 月成立，将台式火锅的“一人一锅”的就餐形式引入大陆，打造出集团的品牌——呷哺呷哺。公司以集团化管理模式快速发展，于 1999 年在北京西单明珠大厦开设首家餐厅，于 2009 年扩张到百家门店。2014 年，呷哺集团在中国香港上市，逐步成长为国际化的餐饮全产业链公司。2022 年 9 月，呷哺呷哺推出高端烤肉品牌趁烧，首店在上海。

图表40. 呷哺呷哺公司沿革



资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

推出趁烧后，品牌实现低中高端市场全覆盖。继呷哺呷哺品牌之后，公司先后推出了众多子品牌，包括湊湊、趁烧和茶米茶等。呷哺呷哺定位大众市场，小火锅模式，湊湊于 2016 年创立，定位中高端火锅市场，趁烧于 2022 年创立，定位高端烤肉市场，至此公司旗下品牌已覆盖大众、中高端和高端市场，涉及火锅、茶饮、烧烤多个餐饮高成长性赛道。从门店规模看，呷哺呷哺依然是公司门店占比最大的品牌。

图表41. 呷哺呷哺旗下餐饮业务品牌

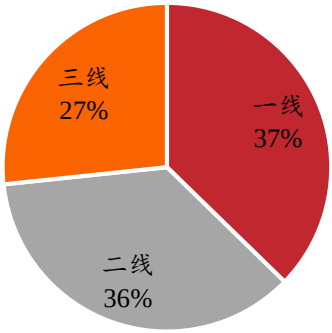
商标	品牌	创立时间	简介	当前布局	客单价	门店数（截至 2022H1）	2022 年预计开店总数
	呷哺呷哺	1998 年	单人单锅的高性价比休闲快餐火锅	一二三线及以下城市，北方一线为主	60 元	810 家	45 家
	湊湊	2016 年	台式中高端大火锅	重点在一二线城市	150 元	198 家	54 家
	茶米茶	2018 年	茶饮料以及配套茶点	湊湊和呷哺呷哺门店均推出茶饮	20-50 元	-	-
	趁烧	2022 年	高端日式烧烤，配套茶饮及酒精饮料	一线城市	250 元	1 家	6 家

资料来源：公司公告，公司官网，东亚前海证券研究所

展店迭代有序，趁烧带来新增量。2022H1，公司新开设 6 家呷哺呷哺餐厅和 15 家湊湊餐厅，餐厅总数量分别为 810/198 家。呷哺呷哺餐厅分布在一线、二线以及三线城市的分别有 302/292/216 家。根据呷哺呷哺最新一次披露的门店具体城市分布数据来看，2019 年呷哺的餐厅主要集中于北京、河北、以及东北地区，三个地区门店数合计占比达到近 60%，北方门店布局比重占据绝对优势。湊湊餐厅分布在一线、二线、三线城市及以下、中国大陆外的分别为 75/108/5/10 家，大陆以外的门店主要分布在中国香港。呷哺集团新品牌“趁烧”的首家门店于 9 月 24 日落户上海日月光中心，主打居酒屋和夜店元素，还会推出互动游戏、体育赛事转播等活动，整体定位趋于

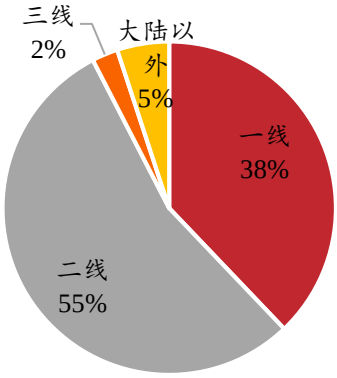
年轻化。“趁烧”的客单价 250 元左右，高于呷哺呷哺和湊湊。

图表42. 呷哺呷哺 2022H1 各线级城市门店占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表43. 湊湊 2022H1 各线级城市门店占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.1.2. 趁烧：进军高端烤肉赛道，打造潜力增长点

单店模型已在首店验证，未来铺开可期。趁烧客单价 250 元，属于高端烧烤品牌；单店面积 350 平米，净利率 7.8%，与湊湊接近，毛利率高于湊湊，租售比在 15%以下，略高于呷哺和湊湊；选址方面，趁烧定位在年轻客群，选在商圈的一楼且有外摆区。由于定位高端市场，趁烧客单价、租售比、毛利率均高于湊湊和呷哺，但净利率水平与二者接近。趁烧上海首店 10 月的经营数据表现优异，单店十月营收达到 250 万元+，十月坪效达到 7600 元/平米，十月客流量达到 1 万+，翻台率最高达到了 6 倍，平均排队时长 1.5 小时起，最长等位时间达到 3 小时，创下排队时长新高。与呷哺呷哺和湊湊两大火锅品牌对比，单店创收能力明显更强，模型在上海首店得到初步验证。

趁烧的单店模型仍处在打磨阶段，首店经营数据表现优异，表明在华东一线城市得到初步验证，一方面待首店热度逐渐放缓后，趁烧单店模型能否在较长时期得到验证、复购率表现情况等仍需关注，另一方面在新城市推广过程中仍需结合各城市消费水平和偏好不断校准模型，我们将持续关注趁烧新店的经营进展。由于火锅和烧烤在供应链、受众方面重合度比较高，呷哺呷哺既有的供应链体系和品牌效应能够给新品牌在市场推广和供应链方面形成支撑，有助于提高单店模型的成功率，随着未来单店模型的逐步验证和门店的不断扩张，趁烧有望在高端烧烤的蓝海市场把握先发优势，获取领先的市场份额，为公司带来新的业绩增量。

图表44. 趁烧、湊湊、呷哺呷哺单店模型对比

项目	趁烧	湊湊	呷哺呷哺
单店年营业收入（万元）	3000.00	1500.00	500.00
坪效（万元/平米）	9.12	3.00	2.00
面积（平米）	350.00	500.00	250.00
人均消费（元）	250.00	145.00	65.00
平均桌位数（个）	80.00	100.00	80.00
翻台/座率（倍）	3~6	3.10	2.70
税前净利率	**7.80%**	**7.80%**	**7.60%**

注：趁烧根据公司首店 10 月经营数据估算，呷哺呷哺和湊湊均根据公司近年来年报与业绩交流会数据估算得到，参照疫情前 2019 年的一线城市模型，呷哺呷哺按翻座率计算

资料来源：公司公告，草根调研，东亚前海证券研究所

开店计划稳步推进，高端烤肉瞄准高线城市。预计中国大陆趁烧开店空间 500 家，2022 年开店 6 家，2023 年开店 20 家，首批门店选址北上广深一线城市，2024 年起每年开店 30 家，选址杭州、重庆、天津等新一线城市。趁烧品牌选址一线和新一线城市由于品牌的高端定位，从目前烧烤市场的城市线级分布来看，三线及以下城市占比较高，与当前烧烤业态的客单价分布结构高度相关，高端品牌在一线和新一线等人均消费水平更高的城市或具有更大的市场。

呷哺呷哺进军高端烤肉市场的优势有三：

烤肉与火锅供应链可共享，保证高端食材供应。呷哺呷哺已实现向上游延伸，锡盟工厂收购之后，当前原材料自供率达到 25%。剩下 75%的原料有两大来源：一是锡盟的大型屠宰场，以及距锡盟 400 公里区域的屠宰场；二是从新西兰进口。预计 2026 年羊肉的年需求量将达到当前的两倍，为保持原材料的自给率，公司目前在锡盟乃至内蒙地区寻找更多优质货源。呷哺呷哺火锅主要以北方牛羊肉为主，因此在牛羊肉食材供应方面有先天优势，而高端烤肉食材包括锡盟羊排、安格斯牛、和牛等，呷哺呷哺依托其在火锅赛道的供应链优势，直接解决了制约高端烤肉的核心的供应链问题。

烧肉+酒茶+欢乐模式，造就客单价提升空间。高端烤肉在中国仍处于市场培育阶段，呷哺呷哺的战略是通过丰富消费场景培育市场，一是凭借其在茶饮赛道的传统优势引入酒茶类产品。截至 2022H1，茶饮占公司销售收入总额的 10%，其中中国香港地区达到 7%-8%，新加坡达到 3%-4%。茶饮的毛利率比火锅更高，高达 79%，趁烧新店也有茶饮品牌的导入，可有效提高客单价。同时趁烧瞄准烤肉赛道的强社交属性，在店内融入娱乐场景，有利于市场培育。

现有品牌力加持，有望实现客户引流。烤肉赛道缺乏头部品牌，高端市场更是一片蓝海。2022 年 8 月进行集团会员整合，会员储值和积分将可在集团旗下所有品牌使用，将有利于提升客户粘性。会员储值消费在公司呷哺呷哺和湊湊总体业绩中的贡献度接近 50%。近一半的会员消费贡献度体现

出呷哺呷哺客户的忠诚度较高，高粘性客户将放大会员体系整合的引流效果，实现不同品牌之间客户的高效引流，助力新品牌趁烧打开市场。根据2022年10月趁烧首店数据，超过66%的客流来自呷哺集团会员体系，数字化引流效果显著，在整个烤肉行业缺少头部品牌的格局下，趁烧可以充分利用呷哺呷哺的既有品牌力吸引消费者，更快打开市场。

4.1.3. 盈利预测

单店经营数据方面，考虑2022年上半年受疫情影响客流量、翻台率等核心指标明显承压，我们预计公司2022年呷哺呷哺和湊湊的翻台率均不同程度下滑，呷哺呷哺客单价趋稳，湊湊客单价将持续小幅上升。

图表45. 呷哺呷哺品牌经营数据预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
客单价（元）						
一线	57.6	65.2	65.6	65.6	65.6	65.6
二线	54.1	60.3	60	60	60	60
三线	54.9	60.1	60.1	60.1	60.1	60.1
翻座率（倍）						
一线	3.3	2.7	2.7	2.3	2.6	2.8
二线	2.3	2.1	2.2	1.9	2.2	2.3
三线	2	2	1.9	1.6	1.9	2.0
单店收入（千元）						
一线	6,012.88	4,053.08	5,091.43	4,335.90	4,986.28	5,235.60
二线	3,879.77	2,835.93	3,919.89	3,231.36	3,716.06	3,901.87
三线	3,479.08	2,809.91	3,112.45	2,795.37	3,214.68	3,375.41

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表46. 湊湊品牌经营数据预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
客单价（元）						
一线	133.6	139.1	145.6	151.42	157.48	163.78
二线	127.8	129.9	129.7	131.65	133.62	135.62
三线	127.1	112.7	129.6	131.54	132.86	134.19
大陆以外	221.9	274.1	276.7	287.77	299.28	311.25
翻台率（倍）						
一线	3.1	2.6	2.8	2.2	2.5	2.6
二线	2.7	2.5	2.4	1.9	2.1	2.2
三线	3.2	1.6	2.4	1.9	2.1	2.2
大陆以外	2.8	2.3	2.8	2.2	2.5	2.6
单店收入（千元）						
一线	13,812.16	13,641.57	14,970.85	12,210.83	13,969.19	15,254.36
二线	10,434.59	10,612.53	11,480.21	9,099.34	10,159.41	10,827.39
三线	1,260.00	7,027.00	5,248.00	9,092.32	10,101.57	10,712.71
大陆以外	3,588.33	16,585.50	15,485.63	23,205.61	26,547.22	28,989.56

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

开店方面，考虑湊湊当前低线城市同店表现较好，我们预计湊湊在低线城市开店速度快于呷哺呷哺，呷哺呷哺的新店策略更加稳健。

图表47. 湊湊品牌开店预测（家）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
开店	-	**38**	**43**	**54**	**100**	**100**
一线	-	11	12	15	20	20
二线	-	26	24	27	50	45
三线	-	0	3	8	27	32
大陆以外	-	1	4	4	3	3
门店数	**102**	**140**	**183**	**237**	**337**	**437**
一线	49	60	72	87	107	127
二线	49	75	99	126	176	221
三线	1	1	4	12	39	71
大陆以外	3	4	8	12	15	18

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表48. 趁烧品牌开店预测（家）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
开店数	-	-	-	6	20	30
门店数	-	-	-	6	26	56

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表49. 呷哺呷哺品牌开店预测（家）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
开店	-	91	52	45	180	200
一线	-	-	-	14	54	60
二线	-	-	-	16	63	70
三线	-	-	-	15	63	70
闭店	-	52	229	60	6	0
一线	-	-	-	15	1	0
二线	-	-	-	30	3	0
三线	-	-	-	15	2	0
门店数	**1022**	**1061**	**841**	**826**	**1000**	**1200**
一线	375	376	324	323	376	436
二线	412	431	302	288	348	418
三线	235	254	215	215	276	346

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

我们预计公司 2022/2023/2024 年实现主营业务收入 599.43/908.27/1238.97 亿元，实现归母净利润 0.82/3.71/5.40 亿元。其中呷哺呷哺分别实现营业收入 296.16/409.60/513.27 亿元，湊湊分别实现营业收入 260.13/408.07/561.90 亿元。

图表50. 呷哺呷哺公司主营业务收入预测（千元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	**6,030,167.00**	**5,455,246.00**	**6,147,262.00**	**5,994,340.65**	**9,082,713.18**	**12,389,745.29**
yoy		**-9.53%**	**12.69%**	**-2.49%**	**51.52%**	**36.41%**
呷哺呷哺	**4,726,950.00**	**3,501,515.00**	**3,524,754.00**	**2,961,561.00**	**4,096,029.58**	**5,132,694.94**
一线	2,254,831.00	1,523,957.00	1,649,622.00	1,400,278.13	1,874,592.81	2,282,458.23
二线	1,598,464.00	1,222,284.00	1,183,808.00	929,823.84	1,292,261.26	1,630,005.02
三线	817,583.00	713,717.00	669,177.00	601,843.42	888,215.22	1,168,904.73
湊湊	**1,204,340.00**	**1,689,055.00**	**2,353,682.00**	**2,601,324.45**	**4,080,655.76**	**5,618,965.11**
一线	676,796.00	818,494.00	1,077,901.00	1,063,807.63	1,496,379.75	1,939,133.82
二线	511,295.00	795,940.00	1,136,541.00	1,146,516.46	1,788,056.11	2,392,853.39
三线	1,260.00	7,027.00	20,992.00	105,107.23	389,516.50	755,889.09
大陆以外	10,765.00	66,342.00	123,885.00	285,893.13	406,703.40	531,088.81
趁烧	**-**	**-**	**-**	**108,864.00**	**518,918.40**	**1,173,553.92**
其他	**98,877.00**	**264,676.00**	**268,826.00**	**322,591.20**	**387,109.44**	**464,531.33**

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表51. 呷哺呷哺公司利润预测（千元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他收入合计	**53,558.00**	**170,732.00**	**103,767.00**	**104,121.79**	**127,242.12**	**193,680.48**
利息收入	9,728.00	11,150.00	10,860.00	10,579.33	10,863.11	10,767.48
推广服务收入	2,205.00	1,763.00	0.00	1,322.67	1,028.56	783.74
疫情增值税豁免	0.00	94,749.00	22,086.00	22,086.00	0.00	0.00
政府补助	13,126.00	26,640.00	29,928.00	29,971.70	54,496.28	99,117.96
外卖订单配送收入及其他	28,499.00	36,430.00	40,893.00	40,162.08	60,854.18	83,011.29
成本费用合计	**5,580,532.00**	**5,558,801.00**	**6,464,682.00**	**5,954,461.31**	**8,562,161.33**	**11,640,260.86**
原材料	2,225,055	2,130,169	2,341,334	2,278,534	3,351,406	4,571,659
员工	1,544,349	1,478,146	1,829,717	1,647,864	2,326,118	3,173,062
租金	253,818	219,593	298,069	261,419	363,309	495,590
公用事业费	212,193	190,277	201,567	205,522	308,677	417,373
折旧及摊销	839,386	1,006,161	1,052,911	988,903	1,498,400	2,043,970
其他开支	405,367	382,490	441,814	418,023	610,569	832,878
其他收益及亏损	5,519	53,655	206,708	58,957	8,313	11,339
财务成本	94,845	98,310	92,562	95,239.00	95,370.33	94,390.44
税前利润	**503,193.00**	**67,177.00**	**-213,653.00**	**144,001.13**	**647,793.99**	**943,164.92**
税前净利率	8.27%	1.19%	-3.42%	2.36%	7.03%	7.50%
所得税	**212,555.00**	**55,692.00**	**69,480.00**	**60,827.87**	**273,636.26**	**398,404.62**
实际税率	42.24%	82.90%	-32.52%	42.24%	42.24%	42.24%
净利润	**290,638.00**	**11,485.00**	**-283,133.00**	**83,173.26**	**374,157.73**	**544,760.29**
归母净利润	**288,100.00**	**1,837.00**	**-293,212.00**	**82,446.95**	**370,890.39**	**540,003.16**

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

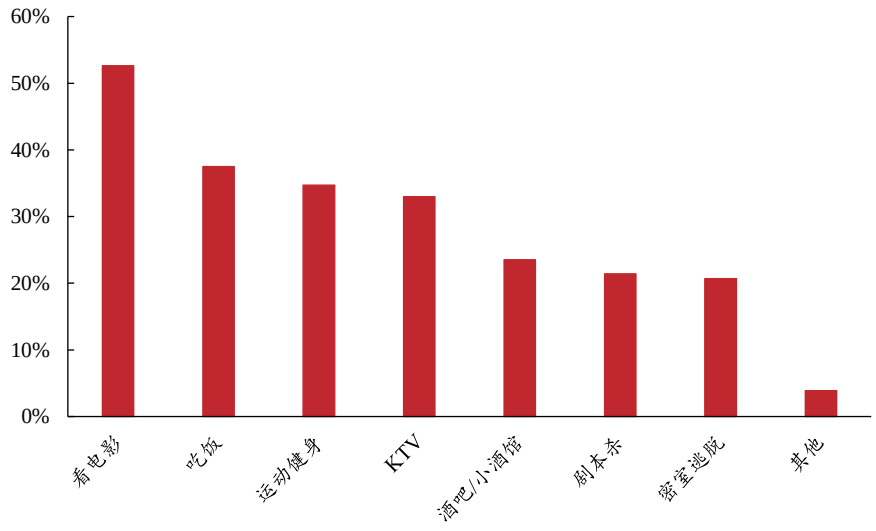
4.2. 海伦司：烤串+小酒馆，强社交赛道的重合

2022 年 5 月，海伦司推出了“海伦司·越”大排档店型，首店在湖北利川市的龙船天街，位于当地核心商圈，门店占地 500 平米，加上外摆区可接纳 90+桌客人，海伦司传统门店面积稍大，在传统的酒水之外增加了烤串等 SKU。从利川店的菜单可见，海伦司越大排档主攻烤串赛道，客单价低，

首店选择在低线城市。

小酒馆+烧烤模式未来的看点有三：1）同为夜经济消费支柱品类，客群高度重合。根据艾媒咨询在 2021Q1 的调研数据，23.5%的青年消费者选择在夜间去酒吧或小酒馆消费，与烧烤品类的消费时段和消费客群高度重合，加大对潜在客群吸引力。**2）下沉市场空间广阔。**海伦司一直以来的下沉策略与烤串在低线城市的渗透空间完美重合，海伦司推出的烤串整体客单价偏低，首店利川印证低线城市战略，主打低客单烤串产品的战略加速海伦司的下沉进程。**3）翻台率较高，关注单店模型验证：**根据黑蚁资本调研数据，海伦司越利川店暑期旺季日均营业额在 3-4 万元，日常在 1-2 万元，与海伦司传统单店相比表现优异。利川顾客消费时间低于高线城市，门店翻台率较高，且与武汉相比，利川消费者对烤串小吃类产品比对酒类产品消费多，烤串品类的推出在利川门店得到初步验证。

图表52. 2021Q1 中国青年群体夜间消费偏好



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

小酒馆+烧烤模式面临挑战有二：1）烤串供应链。烤串与小酒馆的供应链明显不同。如前文所论证，制约烤串门店规模扩张的首要因素即供应链，海伦司越的单店模型客单价低，如有稳定的自建或第三方供应链，可降低食材成本，提升毛利率，放大盈利空间。2）烤串市场的红海竞争。首先烤串市场高度分散，玩家众多，竞争比较激烈；另外，在海伦司布局的低端市场中，与同样低客单的规模较大的串意十足相比，海伦斯越特点在于主打堂食，而非外卖，受疫情影响更大。

5. 风险提示：

1．疫情反复风险：疫情持续多地频发，下半年疫情防控措施仍存在收

紧可能，烧烤行业社交属性强，线下堂食依赖度高，受疫情影响较大。

2．展店不及预期：疫情反复或拖累各餐企展店计划顺利实现，烧烤市场单店模型有待验证，新店表现不及预期或影响公司展店速度。

3．新店业绩不及预期：烧烤品牌面向新市场展店中的单店模型均有待进一步验证与打磨，业绩表现或不及预期。

4．新业务经营风险：多个相关标的为跨界进军烧烤赛道，单店模型有待验证，存在一定程度经营风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值 。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司　研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层　　邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼　　邮编：200120
广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层　　邮编：518046

公司网址：http://www.easec.com.cn/