

餐饮行业系列研究之六

日本餐饮 30 年：复盘与启示

超配

核心观点

日本餐饮行业：低景气度下仍存结构性机会，30 年间孕育出 11 只 10 倍股。20 世纪 90 年代泡沫经济破裂后，日本社会面临通缩/可支配收入下滑/人口老龄化等问题，受此影响餐饮行业规模增速大幅放缓甚至转负，2011 年行业规模触底时，较 1997 年最高点已缩减近 2 成。与此同时日本国内居民消费习惯呈现出追求性价比、方便快捷、健康及民族自信四大趋势，期内高性价比连锁餐饮企业逆势扩张。1990 年至今，日本消费者服务行业共出现了 20 只十倍股，其中便有 11 家来自餐饮行业。

餐饮赛道众生相：行业下行期快餐韧性最强。1997-2011 年，快餐赛道规模逆势增长约 49%，而家庭餐厅/居酒屋/咖啡市场规模分别缩小约 16%/20%/20%，主打性价比的快餐赛道展现出更强韧性。快餐细分品类中牛丼饭和回转寿司增长最为亮眼，2000-2011 年市场规模增长约 83%/80%（CAGR 约 6%/5%）；汉堡品类 1997-2011 年市场规模增长约 24%（CAGR 约 2%）。目前日本餐饮行业市值前十公司中，快餐业态占 6 席，分别为牛丼饭 2 席（泉盛、吉野家），回转寿司/汉堡/乌冬面/咖喱饭业态各占 1 席，剩余 4 家分别归属家庭餐厅（萨莉亚和云雀）、居酒屋（Colowide）、综合餐饮品类（创造餐饮）赛道。

复盘泉盛致胜之道：修炼内功穿越至暗时期，内生外延成就餐饮龙头。日本餐饮本土龙头泉盛（Zensho）于 1982 年成立，以高性价比牛丼饭品牌食其家起家，1999 年顺利上市，公司凭借供应链的深化布局以及人力成本的优化，穿越了行业的 2003 年牛肉断供、2009 年低价竞争期（实际为公司引领行业的主动降价），2014 年时食其家市占率提升至 41%，同期吉野家/松屋分别为 27.1%/20.4%。此外，公司立足于已有的供应链体系，纵向切入牛排、烤肉、寿司等新赛道，持续提升采购议价能力。2023 年，泉盛旗下共拥有牛丼饭、家庭餐厅、回转寿司、乌冬面等其他业态，实现营收和归母业绩 7799/133 亿日元，CAGR（2000-2023 年）为 18%/13%，公司也是过去 34 年日本股市的股王，上市后最高累计涨超 236 倍。

投资建议：他山之石，可以攻玉。复盘日本 90 年代泡沫经济破裂到目前 30 多年餐饮行业的发展历程，我们可获得诸多有益启示。**考虑到中日两国在人均消费力/人口结构/民族差异等有着明显区别，故我们依然非常看好中国餐饮行业未来广阔的潜在空间，但随着过往粗放型发展阶段告一段落，未来企业会越来越注重基本功的修炼，以及通过多元化途径寻求第二、第三增长曲线。**综合而言，我们最为看好供应链优势突出、困境革新能力强的海底捞，及民企机制优良、细分赛道卡位有特色、不断打磨新增长极的同庆楼；其次看好紧抓年轻人消费习性、平台孵化能力强的九毛九，以及区域品牌势能强、积极全国扩张、经营稳健的广州酒家；建议关注模式不断优化，经营存在拐点预期的海伦司、奈雪的茶等。

风险提示：食品安全；竞争加剧；新品牌孵化不及预期；海外扩张不及预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
6862.HK	海底捞	买入	14.68	818.44	0.93	1.03	15.79	14.26
605108.SH	同庆楼	买入	30.79	80.05	1.45	1.89	21.23	16.29
9922.HK	九毛九	买入	4.33	62.25	0.43	0.53	10.08	8.18
603043.SH	广州酒家	买入	18.24	103.74	1.08	1.23	16.89	14.83
9869.HK	海伦司	买入	2.50	31.67	0.32	0.42	7.82	5.96
2150.HK	奈雪的茶	增持	2.08	35.66	0.06	0.14	34.65	14.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 海外市场专题

社会服务 · 酒店餐饮

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

联系人：杨玉莹 0755-81982942
yangyuying@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《餐饮行业系列研究之四——疫情压力测试篇-疫情大考检验经营底色，逢低布局强现金流&高确定性龙头》——2022-05-18
- 《社会服务行业双周报（第79期）-清明假期客单价首超2019年，非学科培训牌照审批稳步推进》——2024-04-15
- 《清明假期点评-国内游客客单价首超2019年同期，旅游活力与韧性持续验证》——2024-04-10
- 《社服行业4月投资策略暨一季报前瞻：一季度出行预计整体平稳，关注高景气或高效能细分龙头》——2024-04-05
- 《社会服务行业双周报（第78期）-各地文旅营销推陈出新，海底捞回应加盟相关事宜》——2024-04-02

内容目录

写在前面	7
日本餐饮行业机会表现：全维度领衔	8
日本经济变迁机理与餐饮业态	9
规模洞察：老龄化+节俭化+便利化驱动下，行业增长放缓	9
格局分析：洗牌加剧、集中度提升、连锁化推进	12
日本餐饮行业细分赛道表现如何？	13
日本餐饮行业细分赛道总览	13
日本什么餐饮细分赛道增长亮眼？	14
哪些赛道跑出大市值连锁企业？	16
日本餐饮行业细分赛道逐个探究	17
牛丼饭：需求、供给、政策三重利好，黄金赛道成就大牛股	17
回转寿司：龙头企业极致降本增效，推动行业向上扩容	26
汉堡店：高增长后震荡，外来者为王	28
家庭餐厅：动荡下滑，珠玉企业仍璀璨	31
居酒屋：行业增速放缓，龙头跨足其他餐饮业态实现大市值	38
咖啡店：行业承压，龙头小市值	43
复盘日本餐饮行业，我们能得到什么启示？	50
启示一：泡沫经济崩溃后，日本餐饮企业如何突围？	50
启示二：泡沫经济崩溃后，日本餐饮企业如何成长为大市值企业？	53
启示三：对标日本，中国连锁餐饮行业前景如何？	57
投资建议	59
风险提示	59

图表目录

图 1: 日本酒店、旅游、餐饮行业 PE 对比	8
图 2: 日本、美国、英国、香港餐饮行业 PE 对比	8
图 3: 日本消费者服务子行业上市公司市值占比	9
图 4: 日本消费者服务子行业上市公司涨跌幅	9
图 5: 日本经济变迁机理与餐饮业态	9
图 6: 1990-2014 年日本餐饮行业市场规模 (单位: 兆日元)	10
图 7: 日本三种就餐方式的区分: 内食/中食/外食	10
图 8: 日本人均实际消费支出的变化 (中食/外食/内食)	10
图 9: 1983-2022 年日本自然失业率变化	10
图 10: 1990-2019 年日本老龄化率由 12% 增至 28%	11
图 11: 2019 年日本不同年龄段男性、女性的外出就餐频率	11
图 12: 1960-2020 年日本家庭户规模变化 (千世带, 户规模)	11
图 13: 日本狭义外出就餐率于 1997 年见顶	11
图 14: 1960-2020 年日本家庭户规模变化 (千世带, 户规模)	12
图 15: 英国、美国、中国、韩国、新加坡、日本巨无霸指数	12
图 16: 2021 年日本餐饮行业个体户占企业总数的 60% 左右	12
图 17: 1990-2020 年日本餐饮行业门店数量 (单位: 家)	12
图 18: 2007-2022 年日本连锁化率逐年提升	13
图 19: 1983-2008 年日本餐饮行业连锁门店数量 (单位: 家)	13
图 20: 日本消费变迁与外出就餐需求结构变化	14
图 21: 不同阶段日本餐饮细分业态市场规模 (单位: 亿日元)	15
图 22: 不同阶段日本餐饮细分业态市场规模 CAGR	15
图 23: 2002-2014 年日式快餐市场规模变化 (单位: 亿日元)	15
图 24: 不同阶段日本快餐细分业态市场规模 CAGR	15
图 25: 1983-2019 年日本咖喱、牛丼等盖饭连锁店市场规模	17
图 26: 1983-2019 年日本咖喱、牛丼等盖浇饭连锁店门店数	17
图 27: 1993-2017 年全职员工的加班时长变化 (单位: 小时)	18
图 28: 1990-2018 年日本牛肉供应变化 (单位: 千吨)	18
图 29: 1992-2016 年日本牛肉零售价格变化 (单位: 日元)	18
图 30: 1999-2022 年食其家和吉野家资产周转率	18
图 31: 1996-2014 年日本牛丼饭连锁企业门店数变化	19
图 32: 1996-2014 年日本牛丼饭连锁企业销售额变化	19
图 33: 1975-2022 年日本牛丼饭价格变化 (单位: 日元)	20
图 34: 2004 年后泉盛的归母净利润率高于吉野家	20
图 35: 2009-2011 年日本牛丼饭连锁品牌同店客流同比变化	20
图 36: 2006-2023 年日本牛丼饭连锁品牌同店销售同比变化	20
图 37: 1999-2018 年泉盛旗下主要餐饮品牌	21

图 38: 1999-2023 年泉盛总门店数	21
图 39: 2023 年泉盛各业务与品牌情况	21
图 40: 1998-2023 年泉盛营收与业绩变化 (单位: 亿日元)	21
图 41: 1999-2023 年泉盛 (Zensho) 股价复盘	22
图 42: 泉盛 (Zensho) 的供应链系统 (MMD)	23
图 43: 泉盛 (Zensho) 的物流基地	23
图 44: 2004-2010 年泉盛的毛利率高于吉野家	23
图 45: 四家日本回转寿司连锁公司的副菜单比较	23
图 46: 2007-2014 年泉盛员工与门店数量	24
图 47: 2001-2019 年泉盛和吉野家的 SG&A 费用率	24
图 48: 2006-2022 年泉盛各业态销售额 (单位: 亿日元)	24
图 49: 2006-2022 年吉野家各业态销售额 (单位: 亿日元)	24
图 50: 泉盛各业务营收变化 (单位: 亿日元)	25
图 51: 泉盛集团海外品牌与扩张时间	25
图 52: 2017-2023 年泉盛直营门店、加盟门店数变化	25
图 53: 2008-2021 年食其家品牌在中国的门店数变化	25
图 54: 2007-2016 年日本寿司市场规模 (单位: 亿日元)	26
图 55: 2013-2020 年日本回转寿司市场规模 (单位: 亿日元)	26
图 56: 2006-2019 年日本 TOP5 回转寿司连锁店销售收入	26
图 57: 2020 年 TOP5 日本回转寿司连锁企业的市场占有率	26
图 58: 1984-2017 年 FOOD&LIFE 销售额和门店数	27
图 59: 2005-2021 年 Kappa 寿司、寿司郎、藏寿司的 SG&A 率	27
图 60: 日本回转寿司店的寿司机器人	28
图 61: 日本回转寿司店的自动计数和集水系统	28
图 62: 1990-2019 年日本连锁汉堡市场规模和门店数	28
图 63: 1990-2019 年日本连锁快餐细分市场销售额 (亿日元)	28
图 64: 1985-2022 年日本麦当劳营收远高于摩斯汉堡	29
图 65: 1985-2022 年日本麦当劳归母净利润远高于摩斯汉堡	29
图 66: 2006-2015 年日本麦当劳加盟店占比逐年增加	30
图 67: 2006-2016 年日本摩斯汉堡加盟店占比	30
图 68: 日本麦当劳 EBITDA margin 高于摩斯汉堡	30
图 69: 日本麦当劳净利润率高于摩斯汉堡	30
图 70: 2019 年麦当劳的原材料成本比率低于摩斯汉堡	31
图 71: 日本麦当劳资产周转率高于摩斯汉堡	31
图 72: 1987-2019 年日本自助餐厅/餐厅市场规模变化 (单位: 千亿日元)	31
图 73: 萨莉亚菜单	33
图 74: 云雀 Gusto 品牌的单人座位	33
图 75: 1995-2010 年日本主要家庭餐厅门店数变化	33
图 76: 2016 年日本家庭餐厅公司销售额与经营利润率	33
图 77: 2002-2023 年萨莉亚营收与业绩变化	34
图 78: 2011-2013 年萨莉亚的劳动生产率、人时平均生产率	34

图 79: 2012-2019 年云雀和萨莉亚的销售费用率低于同业	34
图 80: 2011-2019 年云雀、萨莉亚净利润率领先同业	34
图 81: 2011-2023 年萨莉亚海外和日本业务的税前利润	35
图 82: 2011-2023 年萨莉亚海外营收与占比 (单位: 百万日元)	35
图 83: 云雀集团旗下的品牌	36
图 84: 2023 年云雀的家庭餐厅业态门店数最多	36
图 85: 云雀供应链	36
图 86: 2004-2019 年云雀营收和营业利润变化 (单位: 亿日元)	36
图 87: 2023 年日本家庭餐厅公司非正式员工占比	37
图 88: 云雀以月为单位的变形工作时间制度	37
图 89: 2012-2020 年云雀毛利率领先同业	37
图 90: 2022 年云雀各业态销售额占比	37
图 91: 日本居酒屋业态规模 1992 年登顶后衰减	38
图 92: 1983-2019 年日本居酒屋连锁店市场规模和门店数变化	38
图 93: 2013 年访日游客人数突破 1000 万	38
图 94: 1980-2023 年日本经济增长率的趋势	38
图 95: 1999-2019 年日本酒后驾驶处罚法律颁布与酒后驾驶造成的死亡事故数量趋势	39
图 96: 2019 年日本各年龄段的饮酒比例	39
图 97: 日本酒类税收 1994 年达到了 2.12 万亿日元的峰值	39
图 98: 日本成人人均酒精饮料消费量 1992 年达到峰值 101.8 升	39
图 99: 和民循环第六产业模式	40
图 100: Colowide 自建的蔬菜水培基地	40
图 101: 2015-2022 年和民的销售成本比率为在 40%以上	41
图 102: 2013-2017 年鸟贵族销售成本比率约为 32%左右	41
图 103: 2002-2023 年 Colowide 销售收入与兼并历程 (百万日元)	41
图 104: Colowide 旗下品牌与业态	42
图 105: 2005-2021 年 Colowide 门店数变化	42
图 106: 2003-2019 年 Colowide SG&A 费用率	43
图 107: Colowide 各业态适用时间和人群	43
图 108: 日本咖啡发展历史	43
图 109: 1975-2017 年日本咖啡店市场规模与增长率	44
图 110: 1966-2017 年日本咖啡店门店数	44
图 111: 1955-2020 年日本咖啡豆消费量	44
图 112: 1983-2020 年日本人咖啡饮用场所变化	44
图 113: 2012-2015 年日本便利店咖啡销售额变化	45
图 114: 2003-2012 年日本瓶装/灌装咖啡的销量和销售金额	45
图 115: 1983-2022 年日本连锁咖啡店市场规模	45
图 116: 1983-2022 年日本连锁咖啡店门店数	45
图 117: 1997-2023 年日本星巴克门店数变化	47
图 118: 1997-2023 年日本星巴克销售额变化 (单位: 亿日元)	47
图 119: 2012-2023 年 Komeda 门店数变化	47

图 120: 2015–2023 年 Komeda 销售额变化 (单位: 亿日元)	47
图 121: 2002–2023 年日本 Doutor 门店数变化	48
图 122: 2008–2023 年日本 Doutor 营收和业绩情况	48
图 123: 2001–2023 年日本星巴克/Doutor/Komeda 股价走势	48
图 124: 2011–2023 年日本星巴克/Doutor/Komeda 公司市值	48
图 125: 2008–2019 年 Doutor 同店销售增速与同店客流增速	49
图 126: 2011–2023 年 Doutor/Komeda/日本星巴克公司门店数	49
图 127: 2008–2023 年日本星巴克/Doutor/Komeda 销售额	49
图 128: 2010–2019 年日本星巴克/Doutor/Komeda 营业利润率	49
图 129: 日本餐饮企业突围逻辑	50
图 130: 日本餐饮企业供应链	51
图 131: 日本餐饮企业资本投入措施总结	53
图 132: 1978–2021 年日本餐饮企业资本分配率上升	53
图 133: 日本餐饮企业成长逻辑	54
图 134: 部分日本餐饮企业在泡沫经济破灭后的开店情况	54
图 135: 京阪神首都圈三个中心城市的餐厅数量和员工规模	54
图 136: 10 家主要日本餐饮企业海外门店数	56
图 137: 主要日本餐饮企业亚洲门店数	56
图 138: 2020 年日本各地区餐饮企业门店数	56
图 139: 2017 年 VS2021 年日本餐饮企业在海外门店数分布	56
图 140: 泉盛、萨莉亚在中国扩张的举措	57
图 141: 萨莉亚、味千拉面、吉野家在中国扩张的方式	57
图 142: 1978–2021 年中国餐饮行业市场规模与人均餐饮消费水平 (十亿日元, 千日元/人)	58
图 143: 1978–2021 年日本餐饮行业市场规模与人均餐饮消费水平 (千亿日元, 千日元/人)	58
表 1: 中日宏观经济、人口结构、消费特征、餐饮行业部分对比	7
表 2: 日本餐饮行业细分赛道介绍	13
表 3: 日本餐饮行业市值前十公司基本情况介绍	16
表 4: 日本餐饮行业格局演绎逻辑简单梳理	17
表 5: 日本牛丼饭行业主要玩家基本情况介绍	19
表 6: 日本回转寿司行业主要玩家基本情况介绍	26
表 7: 日本汉堡行业主要玩家基本情况介绍	29
表 8: 日本家庭餐厅行业主要品牌基本情况介绍	32
表 9: 日本居酒屋行业主要玩家基本情况介绍	40
表 10: 日本咖啡行业主要玩家基本情况介绍	46
表 11: 部分日本餐饮行业大市值公司供应链情况整理	52
表 12: 部分日本餐饮行业大市值公司人力资源管理总结整理	53
表 13: 2021 年日本海外门店数前 10 名餐饮企业	55
表 14: 日本消费社会的四个阶段及其特征	57
表 15: 可比公司估值表	59

写在前面

日本泡沫经济破灭后，尽管餐饮行业规模增速放缓，但是龙头企业仍实现逆势扩张，为投资人带来了长期且丰厚的投资回报。从1990年初到2024年3月15日，日本餐饮行业上市公司的股价涨幅在消费者服务各子行业中表现最为突出。在日本消费者服务行业的20只“十倍股”中，有11家来自餐饮行业。同时，目前我国餐饮业由粗放运营阶段步入精细化经营管理时期，竞争格局也在加速重构。由于我国的经济环境、人口结构、消费特征和饮食习惯与日本90年代颇有相似之处，因此本文特此聚焦日本餐饮行业，通过复盘90年代后日本餐饮行业的发展历程，深入剖析快餐（着重分析牛丼饭、回转寿司和汉堡）、家庭餐厅、咖啡店与居酒屋这四个细分赛道情况以及部分相关龙头企业的商业模式，并重点分析餐饮行业中市值断层第一的泉盛（Zensho）集团，旨在探寻这些赛道增长/萎缩和格局变化的本质，以及龙头企业在集中化进程中的突围之道，以期能为投资提供一定的借鉴思考。

值得注意的是，国内人均餐饮消费还相对较低，餐饮行业增长潜力远超日本；其次，我国人口较分散，下沉市场发展空间更为广阔，也更有想象空间。最后，国内各地域饮食文化存在较大差异、消费者喜好口味更加丰富、消费水平在不同地区之间也存在较为明显的差距，餐饮行业的复杂程度远远超过了日本。

为更好地了解中日餐饮发展差异，下表我们整理两国餐饮行业核心指标对比：

1) 中日餐饮行业市场规模 PK: 日本餐饮行业的市场规模约为中国的36%，餐饮占社零比重高于中国8pct。2) 中日人口规模与人均餐饮消费 PK: 日本人口规模仅为中国的9%，人均餐饮消费约为中国4倍。3) 上市餐饮企业数量与总市值 PK: 在日上市的餐饮企业数量为中国的2倍，总市值为中国的1.3倍。

表1：中日宏观经济、人口结构、消费特征、餐饮行业部分对比

	日本（1990-至今）	中国（目前）
GDP 增速	1975-1990年，日本GDP增速降至4.4%；1991年-2022年，日本进入去杠杆化阶段，GDP复合增速低于1%。	2020年，中国国内经济进入新常态，2020-2022年GDP同比增速4.6%。
人均GDP	1990-1995年日本人均GDP约为34252美元；2023年日本人均GDP为33910美元（约为240585元）	2023年，中国人均GDP为12733美元，仍有较大增长空间
人均可支配收入	2023年，日本人均可支配收入为76688元	2023年，中国的人均可支配收入为39218元。其中城镇居民为51821元，农村居民为21691元。
人均可支配收入增速	1990-1995年，日本人均可支配收入增速为2.3%	2017-2022年，中国城镇居民家庭人均可支配收入增速均值为6.6%
城市化率	1990年，日本城市化率已达77.3%	中国2023年城镇化率为66.2%
人口规模	2023年，日本总人口为1.24亿	2023年，中国总人口约为14.1亿
家庭户规模	1990年为2.99户/人，2021年降至2.25户/人	2020年为2.62户/人，低于日本90年代水平
人口老龄化	日本进入中度老龄化社会，1991年老龄化率为12.9%，2022年老龄化率已增加至2022年时的29.9%	2023年，中国老龄化率为15.4%，与日本90年代初期大致相当
消费特征	性价比、健康化、便捷化、个性化与民族自信等趋势明显	性价比、健康化、便捷化、个性化与民族自信等趋势明显
行业规模	1990年，餐饮行业规模为25.7万亿日元（按照1990年1日元=0.036人民币换算，大致为0.92万亿人民币）	2023年全国餐饮行业规模为5.29万亿元人民币，有望持续增长
行业规模增速	1975年-1985年，日本餐饮行业平均增速为8.51%	2010-2019年，中国餐饮行业平均增速为9.68%
人均餐饮消费水平	2019年日本人均餐饮年消费大约为1.31万人民币	2019年，中国人均餐饮年消费大约为0.33万人民币（为日本的25%左右）
餐饮占社零比重	2019年日本为19%	2019年中国为11%
餐饮企业总	1986年达64.3万家峰值后持续下降；2012年降	2020年，中国餐饮总数为1013万家

数	至 50.6 万家。	
行业个体经营占比	80 年代初，个体经营在餐饮行业中占比超过 85%；2021 年，比例已降至 59%。	2020 年，中国餐饮业个体工商户占比超 95%
上市餐饮企业数量与总规模	2023 年 3 月 22 日，东京证券交易所上市的餐饮企业共计 100 家，总市值累计约为 3561 亿人民币	2023 年 3 月 22 日，A 股和 H 股上市的餐饮企业共有 50 家，总市值大约为 2687 亿人民币
行业集中度	2000 年 CR10 仅为 4%；2020 年增加至 13%。2002 年至 2021 年间，餐饮行业共发生超过 700 起并购案。	2020 年 CR5 为 2%
连锁化率	1990 年日本连锁化率仅为 9.54%；2020 年增加至 20.2%。	2022 年为 19%

资料来源：Wind，日本并购中心，RECOF 并购数据库，日本特许经营协会，国信证券经济研究所整理

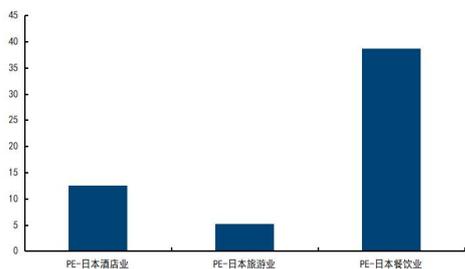
日本餐饮行业机会表现：全维度领先

日本餐饮行业享有较高的估值溢价。我们选取了 2024 年 3 月 1 日的 CAPITAL IQ 的 PE 截面数据，将日本酒店、旅游行业的 PE 以及美国、英国、中国香港主流市场餐饮行业的 PE 与日本餐饮行业的 PE 进行横向对比。从日本消费者服务子行业估值横向比较来看，日本酒店/旅游/餐饮行业估值分别约为 12X/5X/39X，餐饮行业处于领先水平；从各国餐饮企业估值横向比较来看，美国/英国/中国香港餐饮行业的估值分别约为 26X/25X/17X，皆远低于同期日本餐饮行业的 39X。

餐饮行业大市值公司数量占比最多。从 2024 年 3 月 22 日日本消费者服务行业上市公司收盘的市值数据来看，在 10 亿至 50 亿、50 亿至 100 亿和 100 亿以上三个市值区间中，日本餐饮行业上市公司分别有 34/10/8 家，数量在消费者服务行业中分别占比 53%/77%/57%，处于领先地位。

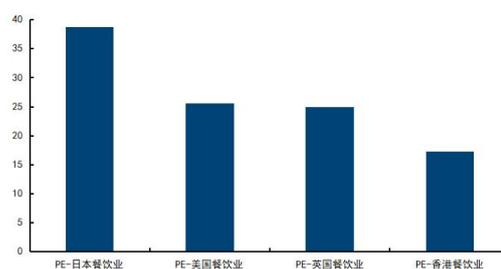
餐饮行业上市公司的股票涨幅表现最优。我们选择 1990 年 1 月 1 日作为起点。截至 2024 年 3 月 15 日，日本消费者服务子行业中涨幅超过 10 倍的股票有 20 只，其中餐饮行业股票共 11 只，占据了消费者服务行业的半壁江山；即使将涨幅标准放宽至 5 倍或 3 倍，行业分布有一定变化，但餐饮行业仍然牛股最多。

图1：日本酒店、旅游、餐饮行业 PE 对比



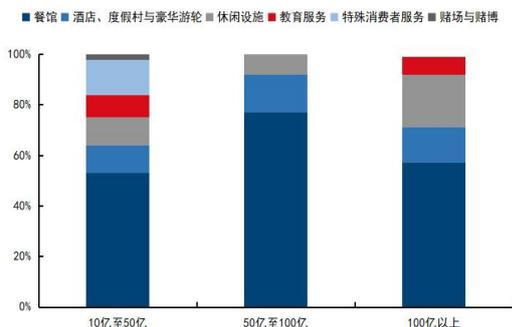
数据来源：Capital IQ，国信证券经济研究所整理
注：时间选自 2024 年 3 月 1 日

图2：日本、美国、英国、香港餐饮行业 PE 对比



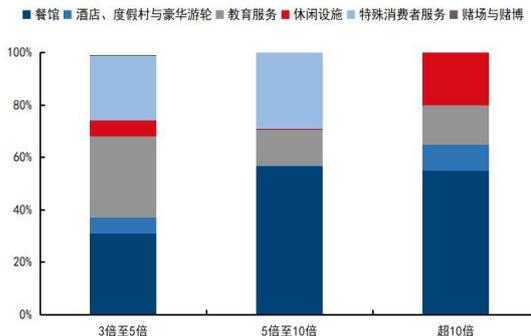
数据来源：Capital IQ，国信证券经济研究所整理
注：时间选自 2024 年 3 月 1 日

图3：日本消费者服务子行业上市公司市值占比



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：选取 2024 年 3 月 22 日收盘市值数据对比

图4：日本消费者服务子行业上市公司涨跌幅

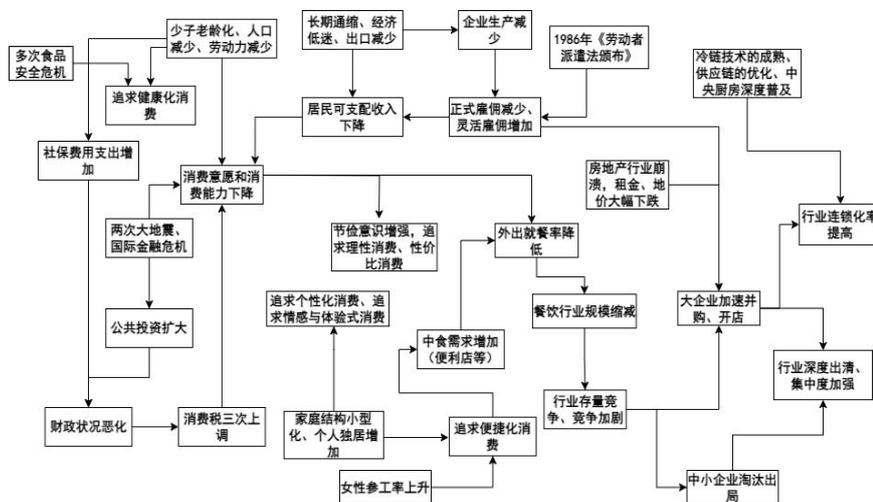


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：选取 1990 年 1 月 1 日-2024 年 3 月 15 日涨跌幅数据对比

日本经济变迁机理与餐饮业态

在经济低增长和少子老龄化加速演变的时代，餐饮行业总体规模下滑，经营环境严峻。与此同时，正是行业竞争格局重塑和优化的最优时机。实践证明，优秀的餐饮企业通过修炼自身内功，仍能度过漫长的冬天，实现逆势扩张。

图5：日本经济变迁机理与餐饮业态



资料来源：张季风《重新审视日本“失去的二十年”》，国信证券经济研究所整理

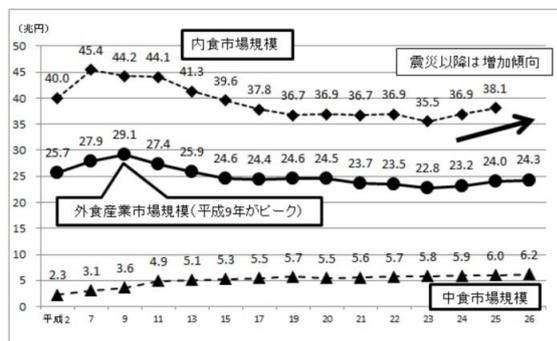
规模洞察：老龄化+节俭化+便利化驱动下，行业增长放缓

日本通常根据烹饪和用餐场景将餐饮行业细分为内食/中食/外食行业。内食指代人们购买食材在家烹饪；中食包括商超、便利店售卖的半成品及成品等，购买后可带回家食用；而外食则专指消费者外出到餐厅或饭店堂食的情况。接下来的分析将以外食行业为研究对象，对 1990 年后的日本餐饮行业进行深入探讨。

日本餐饮行业步入成熟期，增速放缓。餐饮行业市场规模在 1997 年达到 29 万亿日元的顶峰后逐年下降，2011 年触底时规模缩减近 2 成。近年来，随着宏观经济

复苏、劳动力和原材料成本上升，餐饮行业普遍涨价；再加之访日外国游客增加，餐饮行业市场规模再度增长。

图6：1990-2014年日本餐饮行业市场规模（单位：兆日元）



資料：（一般社団法人）日本フードサービス協会

数据来源：日本食品服务协会，国信证券经济研究所整理

图7：日本三种就餐方式的区分：内食/中食/外食

	内食	中食	外食
定义	购买食材在家烹饪	商超、便利店售卖的半成品及成品等，购买后到家/单位食用	餐厅就餐
市场规模（2017年，单位：万亿日元）	38.7	10.1	25.7
用餐场所	家中	不受限制	餐饮店内
价格区间	低	中	高
从烹调完成到提供餐食的时间	短	有一定时间	短

数据来源：日本瑞穗银行产业研究部，国信证券经济研究所整理

餐饮行业规模萎缩核心：需求不振、人均支出减少

总人口于2008年后连续萎缩。90年代后，不婚不育、晚婚晚育比例上升导致日本出生率持续下滑，日本出生率由1990年的10%跌至2019年的7%。随着出生率不断下降，人口增长停滞，总人口于2008年达到1.28亿顶峰后开始负增长，整体用餐需求收缩。

1997年后人均餐饮消费支出逐年下滑，2011年触底后恢复增长。根据《社会状况数据目录》、《全国消费实况调查》，日本居民人均实际外出就餐支出于1997年触顶后震荡下滑，直至2011年才恢复增长。究其原因，从量的角度来看，居民节俭意识增强、少子老龄化加速、中食需求增长导致居民外出就餐消费频次减少；从价的角度来看，餐饮企业为了争夺市场份额，主动降价以迎合消费者的节俭需求，导致了客单价的下降。

图8：日本人均实际消费支出的变化（中食/外食/内食）



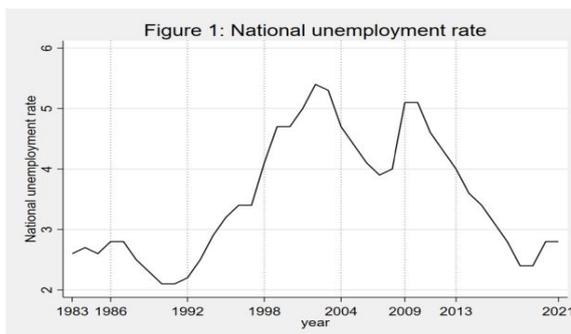
（注）中食は調理食品。内食は外食、中食以外の食品（菓子、飲料、酒を除く）。2000年以降は農林漁家を含む。（資料）家計調査、消費者物価指数

数据来源：社会状况数据目录，家庭调查、消费者物价指数，国信证券经济研究所整理

注：1) 以1985年为100时的指数。2) 时间范围为：1985年-2015年 3) 将每户数据除以家庭平均成员数，折算为每人，然后将各类别的食品支出按消费者价格指数计算实际消费。

1、从量的角度来看，居民外出就餐消费频次减少原因有三：

图9：1983-2022年日本自然失业率变化



Source: Annual Reports of the Labour Force Survey, Statistics Bureau of Japan

数据来源：界面新闻，日本统计局《劳动力调查年度报告》，国信证券经济研究所整理

1) **居民节俭意识增强**。自 90 年代起,日本的失业率持续攀升,直至 2002 年达到了阶段性的峰值,失业率为 5.4%。在此期间,1990-2018 年,日本人均可支配收入增速仅为 0.55%。基于此,受养老负担加重、失业率高增、可支配收入增速减缓等因素影响,日本居民消费欲望下降。

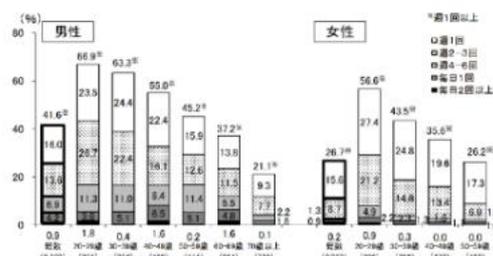
2) **少子老龄化加速**。1990-2019 年,日本 65 岁以上的居民比例由 12%增至 28%;然而,随着年龄增长,日本居民外出就餐频率也逐渐降低。日本厚生劳动省 2019 年调查显示,20 至 29 岁男性和女性的外出就餐频率分别为 66.9%和 56.6%,而 60 至 69 岁男性和女性的外出就餐频率分别仅为 37.2%和 20.9%。

图 10: 1990-2019 年日本老龄化率由 12%增至 28%



数据来源: 日本厚生劳动省, 国信证券研究所整理

图 11: 2019 年日本不同年龄段男性、女性的外出就餐频率



数据来源: 日本明治大学工商管理大学院《多方面审视餐饮业面临的三大挑战并提出解决方案》, 国信证券经济研究所整理

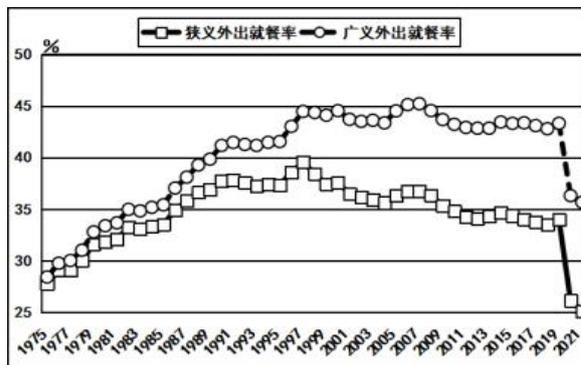
3) **中食需求（商超、便利店售卖的半成品及成品等，购买后到家食用）增长**。1990-2021 年,日本家庭户规模从每人 2.99 户下降至每人 2.25 户;女性劳动参与率从 57.1%上升至 75%。基于此,日本消费者对方便快捷的食物的需求不断增加,中食需求逐渐替代外卖需求。根据食品服务协会的数据显示,狭义外出就餐率在 1997 年达到了 39.6%的峰值后持续下降,并于 2010 年首次跌破 35%。

图 12: 1960-2020 年日本家庭户规模变化（千世带，户规模）



数据来源: 日本内阁府, 国信证券经济研究所整理

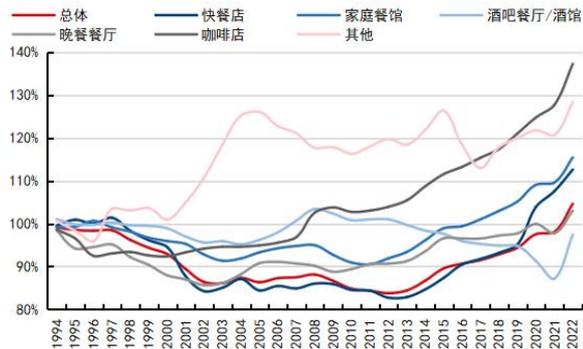
图 13: 日本狭义外出就餐率于 1997 年见顶



数据来源: 日本食品服务协会, 国信证券经济研究所整理
注: 广义外出就餐率包含中食需求, 因此本文的外出就餐需求特指狭义外出就餐率

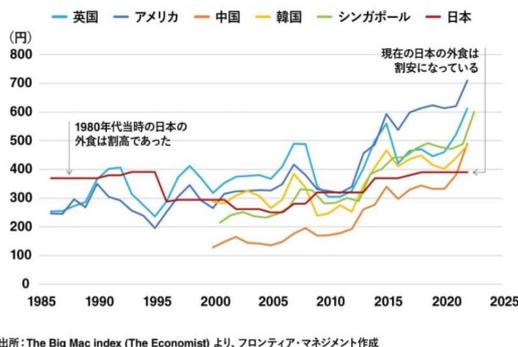
2、**从价的角度来看：需求放缓、供给过剩，餐饮行业为争夺顾客纷纷降价**。根据日本食品服务协会,自 1993 年以来,日本餐饮行业的客单价持续递减,2012 年降至 1993 年的 84%。此后,受原材料和劳动力成本上涨影响,客单价有所回升。

图 14: 1960-2020 年日本家庭户规模变化(千世带, 户规模)



数据来源: 日本食品服务协会, 国信证券经济研究所整理

图 15: 英国、美国、中国、韩国、新加坡、日本巨无霸指数



数据来源: 经济学人, 国信证券经济研究所整理

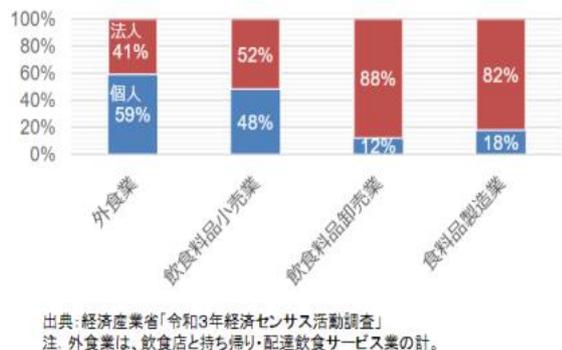
格局分析: 洗牌加剧、集中度提升、连锁化推进

核心要点: 存量博弈时代, 行业强者恒强的马太效应逐步显现。抗风险、适应力强的大型连锁企业或遇成长新机遇, 实现困境反转, 进一步推动餐饮连锁化加速演绎。

行业格局演变特点为:

1) **行业加速出清, 中小企业与个体户出局。** 根据日本食品服务协会的数据, 餐饮企业总数从 1986 年的 64.3 万家峰值持续下降, 2012 年已降至 50.6 万家。同时, 餐饮企业门店数于 2000 年达到 154 万家峰值后也逐年减少。

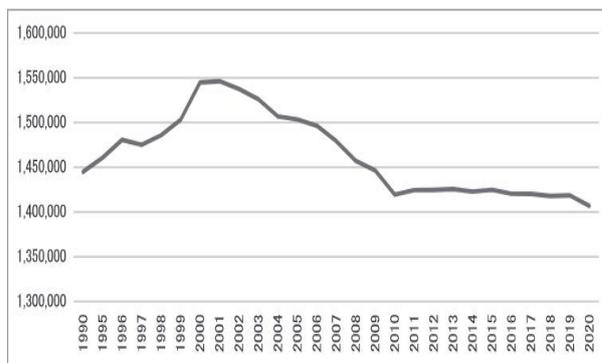
图 16: 2021 年日本餐饮行业个体户占企业总数的 60%左右



出典: 経済産業省「令和3年経済センサス活動調査」
注: 外食業は、飲食店と持ち帰り・配達飲食サービスの計。

数据来源: 经济产业省《2021 年经济普查活动调查》, 国信证券经济研究所整理

图 17: 1990-2020 年日本餐饮行业门店数量(单位: 家)



数据来源: 厚生劳动省, 国信证券经济研究所整理

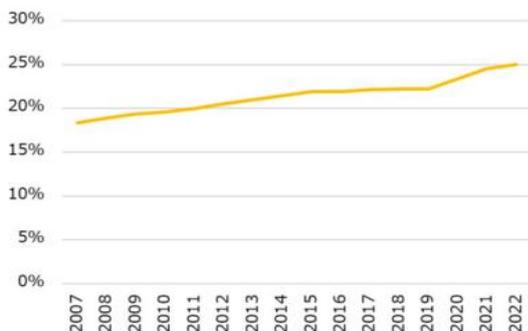
2) **大型企业加速并购, 行业集中度加强。** 据 RECOF 并购数据库显示, 2002 年至 2021 年的 20 年间, 餐饮业已宣布超过 700 起并购案。此外, 2000 年-2020 年, CR10 已由 4%提升至 13%。

3) **连锁化趋势明显。** 我们根据日本特许经营协会数据测算, 1990 年-2020 年日本连锁化率由 9.54%增加至 20.2%。

我们认为, 格局演变驱动因素有三: 1、泡沫经济破灭后, 日本地价和租金大幅下降, 推动企业逆势扩张、跑马圈地。2、随着餐饮行业由“增量发展”转向“存

量竞争”，为弥补单店利润下降，头部企业加速扩张，通过规模优势实现总成本领先 3、冷链技术的成熟以及供应链的日渐完善为企业的规模扩张提供了强有力的支撑。

图 18: 2007-2022 年日本连锁化率逐年提升



数据来源: Euromonitor “消费者食品服务统计”, 云雀官网, 国信证券经济研究所整理

图 19: 1983-2008 年日本餐饮行业连锁门店数量 (单位: 家)



数据来源: 日本食品服务协会, 国信证券经济研究所整理

日本餐饮行业细分赛道表现如何?

核心要点: 90 年代房地产泡沫破灭后, 日本餐饮行业经历了一段低迷时期, 但连锁餐饮企业迎来了细分市场的存量整合机会。与此同时, “消费降级”成为餐饮行业主要趋势。基于此, 快餐表现最有韧性; 其中, 最具性价比、需求最刚性的低价连锁日式快餐牛丼饭、回转寿司增长显著。此外, 家庭餐厅和居酒屋赛道中主打低价连锁的企业有成为龙头公司, 甚至穿越周期跑出大市值的能力。

日本餐饮行业细分赛道总览

日本餐饮业态众多。结合日本食品服务协会、特许经营协会口径, 按照客单价、使用场景、上菜时间和餐品种类等标准, 日本餐饮行业主要划分为五大餐饮业态: 1) 快餐 2) 家庭餐厅 3) 晚餐餐厅 4) 居酒屋/酒吧 5) 咖啡馆。由于纯晚餐餐厅赛道并没有出现大连锁餐饮企业, 因此后文主要讨论快餐店、家庭餐厅、居酒屋/酒吧、咖啡店这四个赛道。

表 2: 日本餐饮行业细分赛道介绍

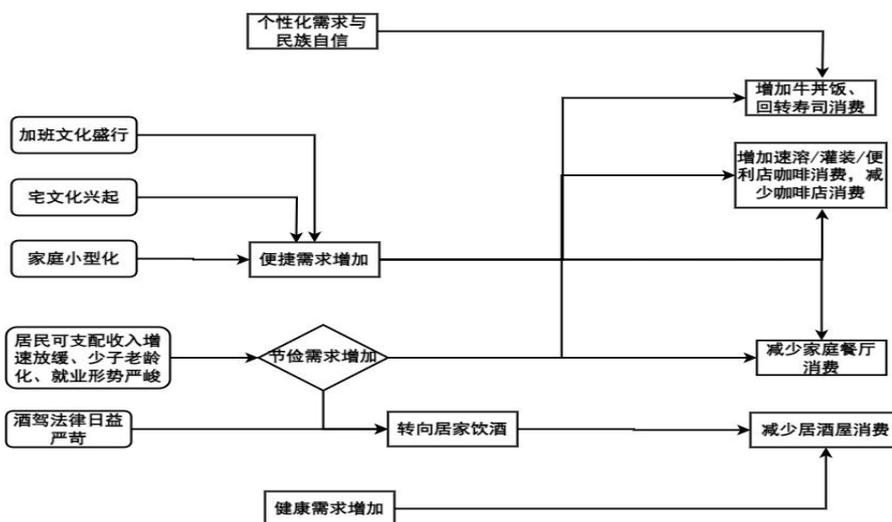
	菜单	客单价 (日元)	使用场景	上菜时间	细分业态
快餐	以食物为主	752	堂食或外卖	上菜时间不到 3 分钟	汉堡和三明治、咖喱和牛丼饭等盖饭、寿司/便当、饺子、冰淇淋、其他快餐如炸鸡、甜甜圈、面类、御好烧/鲷鱼烧餐厅等
家庭餐厅	以食物为主	1249	以堂食为主	3 至 10 分钟	综合、日式、西式、中式、意大利等专业休闲餐厅
晚餐餐厅	以食物为主	4286	以堂食为主	10 分钟以上	西餐厅等客单价稍高的正餐餐厅
居酒屋/酒吧	食物和酒精饮料	2408	以堂食为主	无	综合居酒屋、专门居酒屋
咖啡店	以软饮料为主	545	堂食或外卖	无	咖啡厅、咖啡馆、专卖店 (红茶、绿茶等)

资料来源: 日本食品服务协会, 日本价值趋势官网, 日本特许经营协会, 国信证券经济研究所整理

日本什么餐饮细分赛道增长亮眼？

核心要点：从 1997 年到 2011 年这段餐饮行业负增长时期来看，快餐最有韧性。其中，牛丼饭、回转寿司这两种低价连锁日式快餐增长尤其亮眼。根本在于，“性价比”、刚需是困境反转、长期增长的主题。

图 20：日本消费变迁与外出就餐需求结构变化



资料来源：国信证券经济研究所整理

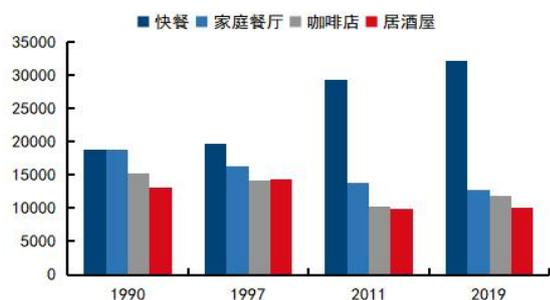
1997 年-2011 年，日本餐饮行业市场规模呈现下滑态势。因此，我们将分析时间范围缩小至这段时期，以探索逆势成长的餐饮细分赛道。

各赛道增长 PK：快餐 > 家庭餐厅、咖啡店、居酒屋。在这段低迷时期，快餐行业表现更为坚韧，录得正增长，市场规模增长 49%；而家庭餐厅、咖啡店和居酒屋行业则有所承压，市场规模分别缩减约 16%/20%/20%。

快餐细分业态增长情况：牛丼饭和回转寿司这两种低价连锁日式快餐增长最亮眼。2000-2011 年，回转寿司和牛丼饭市场规模分别增长 83%/80%左右，年复合增长率分别约为 6%/5%。西式快餐汉堡紧随其后，90 年代增长可观，但 2000 年后震荡下滑，整体取得小幅增长；1997-2011 年，汉堡市场规模增长约为 24%，CAGR 约为 2%。

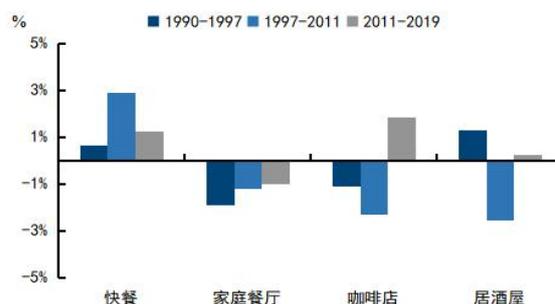
追本溯源，性价比、便捷化、健康化、个性化与民族自信趋势驱动餐饮行业结构发生变化，性价比趋势系核心。泡沫经济破灭后，受日本经济环境、社会结构等宏观环境巨变影响，性价比、便捷化、健康化、个性化与民族自信成为重要消费新趋势，影响了消费者外出就餐行为。1) **最具性价比、需求刚性，牛丼饭和回转寿司逆势而兴。**牛丼饭和回转寿司符合本土消费文化，价格低廉、方便快捷，能满足消费者最基础的果腹需求。因此，在消费新趋势下，牛丼饭和回转寿司成为了日常外出就餐时最优的用餐选择。2) **休闲娱乐属性强的餐饮业态承压。**性价比趋势下，消费者减少了休闲娱乐属性较强的居酒屋、咖啡店和家庭餐厅的消费，增加了低价快餐的消费。此外，健康化和便捷化趋势也加剧了行业压力。

图21: 不同阶段日本餐饮细分业态市场规模(单位: 亿日元)



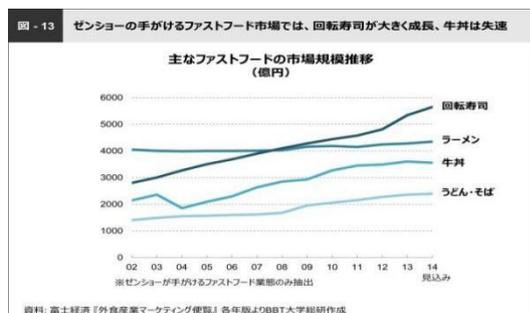
数据来源: 富士经济, 日本食品服务协会, 国信证券经济研究所整理

图22: 不同阶段日本餐饮细分业态市场规模 CAGR



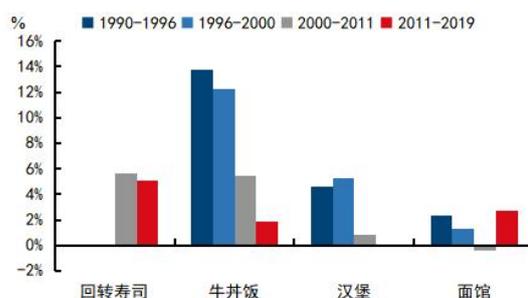
数据来源: 富士经济, 日本食品服务协会, 国信证券经济研究所整理

图23: 2002-2014 年日式快餐市场规模变化(单位: 亿日元)



数据来源: 富士经济, 日本食品服务协会, 国信证券经济研究所整理
注: 1) 从上自下分别为: 回转寿司、拉面、牛丼饭、乌冬面/荞麦面
2) 增速: 回转寿司、牛丼饭 > 乌冬面/荞麦面 > 拉面

图24: 不同阶段日本快餐细分业态市场规模 CAGR



数据来源: 富士经济, 日本食品服务协会, 国信证券经济研究所整理

哪些赛道跑出大市值连锁企业？

核心要点：贝塔主导下低价快餐牛股扎堆，但不景气赛道中的强势阿尔法企业仍有机会，紧抓性价比主线。

大众低价快餐如牛丼饭/回转寿司/汉堡/乌冬面/咖喱饭业态均有孕育大市值企业，牛丼饭行业最突出。从日本餐饮行业市值前十的维度来看，快餐业态的大市值公司共有 6 家。其中，牛丼饭业态占两席，回转寿司/汉堡/乌冬面/咖喱饭业态分别各占 1 席。

家庭餐厅和居酒屋行业也有涌现个别大市值企业，也皆为低价连锁。日本餐饮上市公司 TOP10 中，家庭餐厅行业涌现了萨莉亚和云雀两家大市值公司，居酒屋行业也涌现了一家大市值公司即 Colowide。这三家都是行业中主打低价的连锁企业。

行业失去强贝塔行情仍有阿尔法收益。主要原因在于 1) 优质企业通过降本增效，打造极具性价比的产品，迎合消费者节俭需求，在行业集中化进程中脱颖而出。云雀、萨莉亚、Colowide 皆通过整合供应链、人力资源管理和店内运营标准化、自动化等措施降提效降本，并推出物美价廉的产品，迅速成长为行业龙头。2) 向强贝塔行业靠拢或“投靠”有贝塔的其他行业，多品牌经营/出海实现分散风险和第二增长。萨莉亚和云雀通过将自身品牌进行改造，家庭餐厅快餐化发展，向需求增长的快餐行业靠拢；而 Colowide 则通过并购转换居酒屋业态，“投靠”需求广阔的回转寿司、烤肉等大众餐饮业态。（具体会在行业逐一探究篇章具体谈到）

表3：日本餐饮行业市值前十公司基本情况介绍

序号	公司	市值（亿人民币）	2023 年销售额（亿人民币）	初始经营业态	经营模式	首店设立时间	出海时间	门店数	海外门店占比
1	泉盛	491	365	牛丼饭	直营+加盟	1982	2008	10283	52%
2	麦当劳	430	179	汉堡	直营+加盟	1971		全球 36000 家 (日本 2900 家)	
3	云雀	257	167	家庭餐厅	直营	1970	1982	2976	2%
4	Toridoll	175	88	乌冬面	直营+加盟	1985	2010	1770	40%
5	FOOD&LIFE	165	141	回转寿司	直营+加盟	1975	2011	1123	12%
6	萨莉亚	128	86	家庭餐厅	直营	1973	2003	1540	31%
7	创造餐饮	105	55	美食广场+餐厅	直营	1999	2008	1145	5%
8	吉野家	102	79	牛丼饭	直营+加盟	1899	1973	2726	35%
9	壹番屋	92	23	咖喱饭	直营+加盟	1978	1994	1455	14%
10	Colowide	91	103	居酒屋	加盟	1977	2011	2640	15%

资料来源：公司官网，Wind，Capital IQ，国信证券经济研究所整理

注：依据 2024 年 3 月 22 日市值排名；门店数和海外门店数占比皆为 23 年财年年报披露信息

日本餐饮行业细分赛道逐个探究

在前文，通过增速和市值两个维度的比较，我们发现，日本 90 年代泡沫经济崩溃后，不同赛道的表现分化。但总体来看，性价比和刚需是业态增速亮眼的根本，具有极致性价比的产品也是大市值企业脱颖而出的关键。接下来，我们将逐一探讨各个赛道，并解答以下问题：**这些赛道具体如何演绎？最牛股是如何成长的？大市值企业是如何实现产品的极致性价比？在增速较一般的赛道中，企业如何发展成为龙头甚至成为大市值企业？**此外，我们还将探讨咖啡店行业为何没有出现大市值企业的原因。

表4：日本餐饮行业格局演绎逻辑简单梳理

行业	集中度	头部连锁企业经营模式	头部连锁企业制胜之道（消费者需求端）	头部连锁企业关键之本
牛丼饭	CR4 为 100%	直营加盟兼有	性价比，产品稳定供应	供应链、门店运营效率化
回转寿司	CR4 为 78%	皆为直营	性价比	门店运营效率化、供应链
汉堡	CR4 为 96%	加盟为主	性价比	供应链、门店运营效率化
家庭餐厅	CR4 为 52%	基本皆为直营	性价比	供应链、门店运营效率化
居酒屋	CR4 为 32%	80s：加盟为主；90s：直营为主；10s：员工加盟制度	性价比	90年代：供应链、门店运营效率化 10年代：单品极致化放大供应链效应、门店运营效率化
咖啡店	CR4 为 82%	直营/加盟，具体根据公司定位战略而定	满足细分群体的个性化需求	紧抓消费者群体休闲、社交、商务等非功能性需求打造品牌附加值

资料来源：国信证券经济研究所整理

牛丼饭：需求、供给、政策三重利好，黄金赛道成就大牛股

规模：三十年内持续扩张。1990-2019年，日本牛丼饭连锁行业市场规模持续扩张，由558亿日元增至3649亿日元，年复合增长率（CAGR）达7%；同时，门店规模也扩张了近7倍。

图25：1983-2019年日本咖喱、牛丼等盖饭连锁店市场规模



数据来源：日本特许经营协会，国信证券经济研究所整理
注：单位为亿日元

图26：1983-2019年日本咖喱、牛丼等盖浇饭连锁店门店数



数据来源：日本特许经营协会，国信证券经济研究所整理

咖喱、牛丼等盖浇饭行业增长核心：实惠+快速+高标准+进口自由化

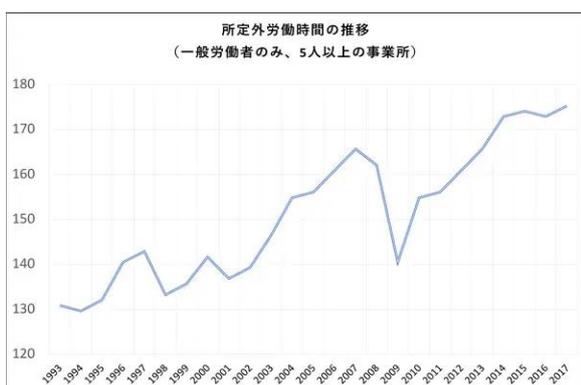
需求端：低价、快速、符合本土消费文化，迎合消费者性价比、便捷化需求。牛丼饭具有高度的消费者认可度、价格实惠和快速出餐的特点，符合本土消费偏好，

长期以来是日本工作餐的象征。在经济衰退、加班压力、家庭小型化下，牛丼饭成功迎合了居民对性价比和便捷的双重要求。根据 ALL ABOUT 网站数据，2014 年食其家的牛肉饭一份售价为 380 日元，自炊的成本为 277 日元，花费仅相差 103 日元（4-5 人民币）。但是食其家的点餐到上菜仅需 7 分钟，远低于自炊的时间成本（购物 5 分钟+烹饪 21 分钟+清扫 5 分钟）。

供给端：牛丼饭高标准化，推动企业连锁化做大做强。牛丼饭 SKU 极其精简，主要原料仅包括牛肉、洋葱和米饭；同时，在中央厨房深度普及下，牛丼饭的标准化程度得到了极大提升，门店后厨只需进行加热操作即可。单品类+中央厨房，为牛丼饭连锁化发展奠定了坚实的基础。

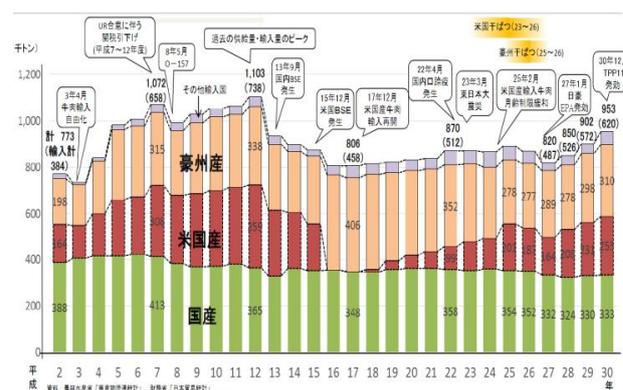
政策端：1991 年日本废除牛肉进口配额制度。从供给端来看，牛肉贸易自由化使得企业能够更轻松地大规模采购牛肉。根据日本农林水产省的数据，1990 年至 2000 年，日本的牛肉进口量从 38.4 万吨稳步增长至 73.8 万吨，相应地牛肉供应量也从 77.3 万吨增至 110.3 万吨。**从成本端来看，**廉价进口牛肉涌入市场，导致牛肉采购价格大幅降低。以东京都中央批发市场的情况为例，从 1988 年 3 月到 1994 年 3 月，进口牛肉和和牛的价格分别下降了 26%/28%。**供应提高+采购价格下降双轮驱动下，牛丼饭行业规模扩张加速。**

图 27: 1993-2017 年全职员工的加班时长变化 (单位: 小时)



数据来源: buzzfeed, 国信证券经济研究所整理

图 28: 1990-2018 年日本牛肉供应变化 (单位: 千吨)



数据来源: 日本农林水产省《畜产品流通统计》, 日本财务省《日本贸易统计》, 国信证券经济研究所整理
注: 自上而下分别为澳大利亚、美国、日本本土牛肉供应

图 29: 1992-2016 年日本牛肉零售价格变化 (单位: 日元)



数据来源: nippon, 国信证券经济研究所整理
注: 1) 每 100 克牛肉零售价格 2) 日本国产和牛>>美国进口>澳大利亚进口

图 30: 1999-2022 年食其家和吉野家资产周转率



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理
注: 图表中食其家特指其母公司泉盛

格局：价格壁垒深厚，供应链管控、规模经济系核心

寡头垄断，CAR4 达 100%。牛丼饭行业集中度极高，主要由食其家、吉野家和松屋三家企业（并称为“牛丼御三家”）主导。三家企业在日本牛丼连锁市场的份额超过 90%，新进入者进入市场难度极大。

表 5：日本牛丼饭行业主要玩家基本情况介绍

品类	品牌	国内规模（家）	母公司	国内扩张模式	品牌设立时间	出海时间（中国第一家门店开业时间与地点）	品牌海外门店数量
牛丼饭	食其家	1955	泉盛	直营	1982	2008（2008 年、上海）	667（占比 25.4%，以中国为主）
	吉野家	1229	吉野家	直营+加盟	1899	1973（1992 年、北京）	1004（占比 45%，以中国为主）
	松屋	1030	松屋	直营	1968	2009（2009 年、上海）	8（占比 1%，以中国为主）

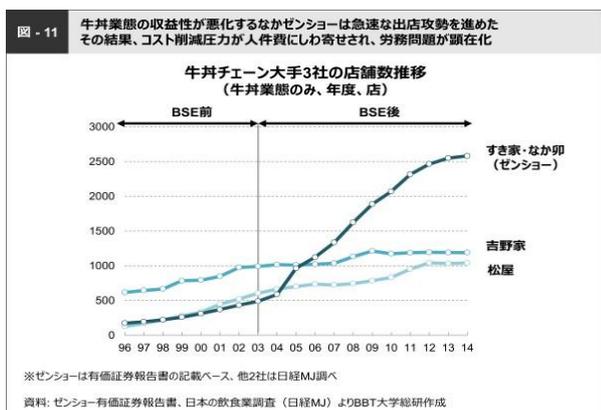
数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：1) 依据门店规模排名；2) 统计时间节点：食其家为 2023 年 12 月；吉野家和松屋为 2024 年 2 月

2003 年牛肉断供事件和两次价格战深刻影响了牛丼饭行业的格局。原因在于：一方面，牛丼饭属于牛肉单品类餐饮店，对牛肉依赖性极强；另一方面，牛丼饭口味差异化不大，企业议价能力极弱。

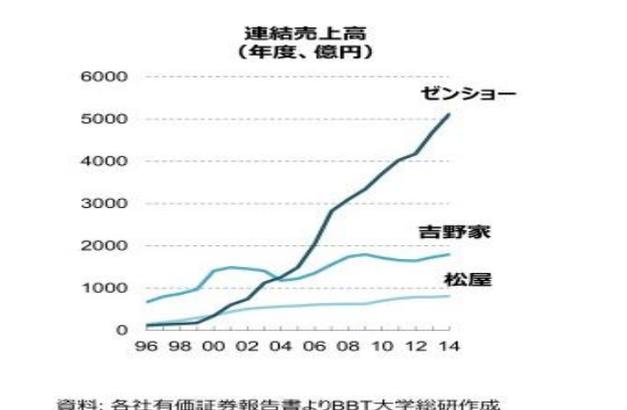
1) 原材料断供，行业龙头易主。2003 年，美国发生疯牛病危机，日本政府紧急禁止美国牛肉是进口。失去原材料供应后，吉野家停止销售牛肉盖饭并转向销售猪肉盖饭。与此同时，食其家迅速切换供应，转从澳大利亚进口牛肉、调整食材配方，并在吉野家业绩放缓的情况下迅速扩张门店。2005 年和 2008 年，食其家在销售额和门店数量上相继超越吉野家（2008 年 9 月食其家和吉野家门店数分别为 1087 家/1077 家）。

图 31：1996-2014 年日本牛丼饭连锁企业门店数变化



数据来源：BOND-BBT，国信证券经济研究所整理
注：自上而下分别为泉盛（食其家和 Nakau）/吉野家/松屋

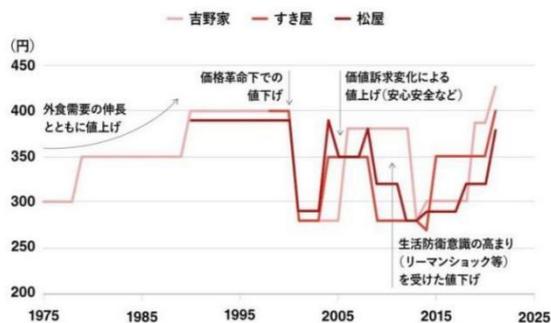
图 32：1996-2014 年日本牛丼饭连锁企业销售额变化



数据来源：BOND-BBT，国信证券经济研究所整理
注：自上而下分别为泉盛（食其家和 Nakau）/吉野家/松屋

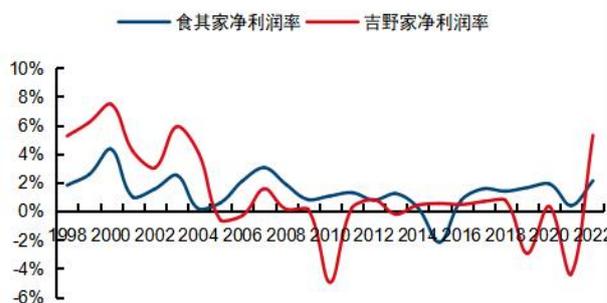
2) 食其家主导降价，巩固领先地位。泡沫经济破灭后，日本牛丼饭行业进入低价竞争时代。许多中小连锁企业由于难以实现规模经济，不得不纷纷倒闭。2009 年，食其家基于成本优势，主导降价，以谋求更大的市场份额。4 月，食其家将牛肉盖饭的价格从 350 日元降至 330 日元。同年 12 月，食其家进一步将价格下调至 280 日元。此策略成效显著，2010 年 4 月，食其家的同店销售额同比增长了 23%；食其家品牌的市占率也从 2009 年的 38% 提升至 2014 年的 41%（同期吉野家/松屋分别为 27.1%/20.4%）。

图 33: 1975-2022 年日本牛丼饭价格变化 (单位: 日元)



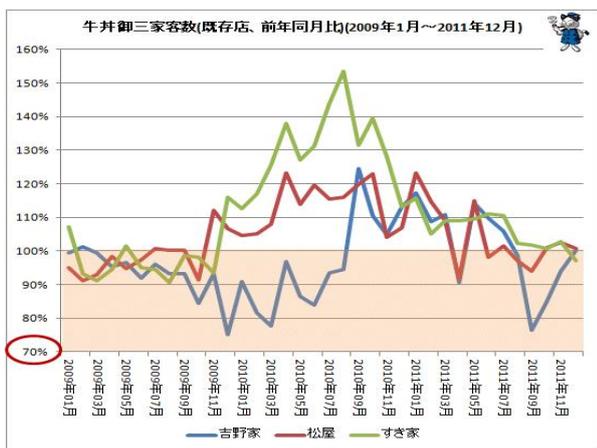
数据来源: BOND-BBT, 国信证券经济研究所整理
注: 从左至右分别为吉野家、食其家、松屋

图 34: 2004 年后泉盛的归母净利润率高于吉野家



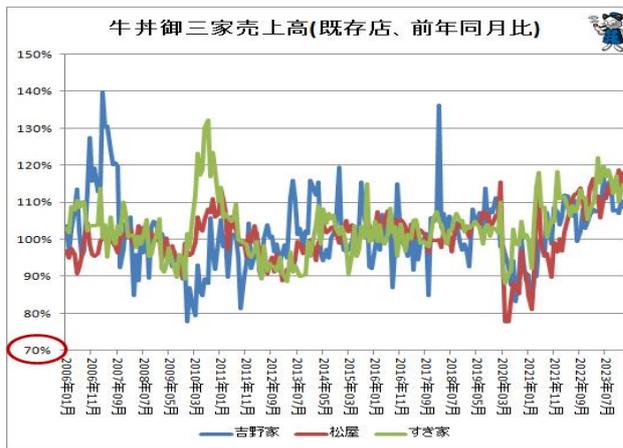
数据来源: BOND-BBT, 国信证券经济研究所整理
注: 图表中食其家特指母公司泉盛

图 35: 2009-2011 年日本牛丼饭连锁品牌同店客流同比变化



数据来源: garbage news, 国信证券经济研究所整理
注: 从左至右分别为吉野家/松屋/食其家

图 36: 2006-2023 年日本牛丼饭连锁品牌同店销售同比变化



数据来源: garbage news, 国信证券经济研究所整理
注: 从左至右分别为吉野家/松屋/食其家

直营、加盟兼有，企业战略为先。作为最早的牛丼饭连锁企业，吉野家通过加盟扩张，提高市占率，成功抢占了市区、火车站的黄金地段。仅 1978 年，吉野家门店数量就增加了 100 家。相比之下，食其家和松屋作为后起之秀，则通过直营模式建立品牌形象并确保企业稳健发展。

我们认为，食其家突出重围并领先的关键有三：1、在优质高效供应链支撑下，食其家得以根据牛肉品质迅速调整配方、灵活切换供应源；2、**多品牌战略**使得公司能够匹配澳大利亚的牛肉销售模式（整头牛/多部位采购）。3、在**规模优势**基础上，公司可实现整头牛采购/整船运输等，从而极大地降低了采购、物流等各项成本，为公司创造了较充裕的利润空间。（后续公司篇章部分会详细谈到）

泉盛（食其家母公司）：日本餐饮行业最牛股，持续增长 25 年

核心要点：泉盛通过优化供应链、门店运营效率化，作为低价竞争的底气。其次，泉盛通过并购或内生孵化实现了多品牌经营。此举不仅提高了公司盈利能力，还分散了经营风险。最后，在本土扩张空间有限的情况下，公司通过海外扩张开辟了新的增长空间。

泉盛（Zensho）于1982年创立了食其家品牌，此后不断发展壮大。公司于1997年成为东京场外交易市场的上市公司，并于1999年在东京证券交易所第二部上市。上市后，公司利用募集的资金积极并购以快餐、家庭餐厅为主的大众餐饮品牌，并通过直营方式加速扩店。截至2023年，泉盛旗下共拥有4大业态30多个品牌，包括：牛丼饭业态、家庭餐厅业态、以回转寿司、乌冬面为主的其他快餐业态和零售业态。2023财年，公司实现营收和归母业绩分别为7799/133亿日元，较2000年分别增长了44/18倍，CAGR分别为18%/13%。相应地，公司在资本市场表现同样亮眼。据日本经济新闻报道，过去34年间，日本股市诞生了142只10倍股，其中，泉盛的涨幅最高，实际股价自1997年上市至2024年2月22日涨了236倍（同期公司总市值达497亿人民币，PE TTM为44X）。

图37：1999-2018年泉盛旗下主要餐饮品牌



资料来源：Atrae，国信证券经济研究所整理

图38：1999-2023年泉盛总门店数



数据来源：泉盛官网，国信证券经济研究所整理

图39：2023年泉盛各业务与品牌情况



资料来源：源力增长官方微信，国信证券经济研究所整理

图40：1998-2023年泉盛营收与业绩变化（单位：亿日元）



数据来源：Capital IQ，国信证券经济研究所整理

复盘泉盛（Zensho）的规模扩张之路：

- 1) 1982-2000年品牌打磨期（0-261家）：上市前，泉盛专注于打磨食其家品牌，并通过建立中央厨房将门店扩展到日本各地。2000年，公司年销售额达到174亿日元，较1982年增长了约200倍。
- 2) 2000-2006年品牌横向收购、供应链打造期（261家-1900家，年均增长273家门店）：这一阶段，公司野蛮生长，拓展各项业务，增收快于增利。在扩张方面，泉盛集团6年内横向收购包括Coco's在内的14家餐饮公司，并稳步增加食

其家门店数量。2005年，在收购日本另一牛丼连锁店 Nakau 后，公司牛丼饭总门店数超吉野家。在**内功修炼**方面，公司相继设立四个子公司，专门负责整个供应链环节的简化以及食品安全的加强。2006年，公司分别实现营收和业绩 1492/31 亿日元，年复合增速分别为 43%/27%。

3) 2006-2014 年现有品牌发展、纵向延伸期 (1900 家-4792 家, 年均增长 362 家): 在此期间，公司重视现有品牌的优化和扩张。在**扩张**方面，公司于 2008 年开启海外扩张，在中国上海开出第一家食其家海外门店。同时，公司加快了国内食其家品牌的开店步伐，食其家门店数由 2006 年的 694 家增至 2014 年的 1984 家，复合增速达到 14%。此外，公司还集中资源发展旗下回转寿司品牌滨寿司，滨寿司门店数自 2009 年 27 家门店增加至 2014 年的 293 家，复合增速达 61%。**内功修炼**方面，公司进一步加强供应链管理，并引入 IT 以提高业务效率。截至 2014 年，公司营收和业绩分别达到 4684/110 亿日元，年复合增速分别为 15%/17%。

4) 2014-2023 年内生优化、全面发展阶段 (4792 家-10283 家, 年均增长 670 家): 在这一阶段，公司放缓了食其家品牌在国内的扩张速度，但加大了滨寿司品牌和海外业务的并购力度。此外，公司统一成立了子公司，明确了各个环节的分工管理，以协调发展国内餐饮服务、海外餐饮服务、零售和护理等四大领域。截至 2023 年，公司业绩和门店数分别达 133 亿日元/10283 家，年复合增速分别为 25%/9%。

图 41: 1999-2023 年泉盛 (Zensho) 股价复盘



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

1、核心竞争力: 精益供应链管理+多品牌经营带来的规模经济+门店运营高效化

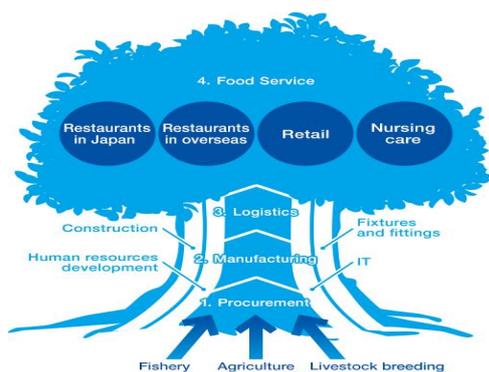
垂直整合供应链系统, 加强掌控上下游。集团自建立了垂直一体化的供应链体系 (MMD), 由 9 个子公司专门负责全流程。这一体系整合了从原材料采购到制造、加工、物流和零售等各个环节的规划、设计和运营。另外, 根据不同的业态, 集团设计了不同供应链流程及库存分配规则。

1) 采购: 集采+自采相结合, 全球批量采购。泉盛集团通过与供应商展开深度合作并对其体制化管理, 确保食材的稳定供应与可追溯性。同时, 公司设立专业采购子公司集中采购核心食材以降低成本, 而各业态内部部门则负责采购特色食材, 保留各业态的特色。

2) 加工: 自建 31 家加工厂处理食材, 数字信息化预测生产。泉盛在日本建立了 31 家专门负责准备和加工食材的加工厂。此外, 公司通过数字信息化系统预测每日销售情况, 避免库存过剩。

3) 物流: 成立物流子公司、自建 26 个配送中心, 业态间联合配送。公司专门成立物流子公司集中管理商业配送, 并采用共享配送车辆的方式, 全年 365 天、24 小时不间断地从 26 个配送中心以冷冻、冷藏、室温和超低温四种不同的温度级别向门店配送产品, 以确保产品的质量和新鲜度。

图 42: 泉盛 (Zensho) 的供应链系统 (MMD)



资料来源: 泉盛 (Zensho) 官网, 国信证券经济研究所整理

图 43: 泉盛 (Zensho) 的物流基地



数据来源: Zensho global fresh 官网, 国信证券经济研究所整理

沿牛井饭原材料寻找新的市场点, 实现规模经济。在横向品牌拓展阶段, 食其家孵化/收购的品牌主要以牛肉/米为核心原材料。例如, 家庭餐厅 Coco's、Big Boy 主打牛排和汉堡牛排、烤肉店 Gyuan 主打精选牛肉烤肉; 回转寿司滨寿司以米饭为主要原料。基于此, 公司各品牌所使用的原材料重合度非常高, 这极大地提高了公司在国际采购中的议价能力。2001 年, 公司的毛利率同比增长 13pct, 达到 70% (同期吉野家为 63%)。此外, 由于公司经营多个品牌, 制定价格时综合考虑业务组合的最优价值, 而非单一产品的利润率。以滨寿司为例, 每盘寿司的价格仅需 90 日元, 比其他三家大型回转寿司连锁店便宜 10 日元。

图 44: 2004-2010 年泉盛的毛利率高于吉野家



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

图 45: 四家日本回转寿司连锁公司的副菜单比较

デザートからアルコールまで大充実
サイドメニュー系比較一覧

寿司だけでなく、アルコールやデザートなども充実し、ちよい飲み、喫茶気分楽しめるメニューを比較。

かつぱ寿司	はま寿司	スシロー	くら寿司	メニュー
220円 163.32g 小巻(5本)×2 アヒカネ	198円 155.58g (標準品かつぱの 標準品)×2 全平巻(5本)×2 アヒカネ	220円 156.3g 標準品×2 アヒカネ	199円 205.02g (標準品)×2 アヒカネ	茶碗蒸し 4段とも盛り付 なりの巻だが、具 材には差が、色合 いでかつぱ寿司 に劣る
165円 323.03g 小巻(5本)×2 アヒカネ	165円 344.31g 全平巻(5本)×2 アヒカネ	165円 366.05g 小巻(5本)×2 アヒカネ	160円 374.79g 小巻(5本)×2 アヒカネ	かけうどん 160円前後の平日 限定メニューは標準 品、これだけでラン チを済ませる顧客 も少なくない
275円 99.45g アヒカネ	220円 73.98g アヒカネ	132円 63.46g アヒカネ	330円 163g 小巻(5本)×2 アヒカネ	フライドポテト ビールのお供として 人気だが、タイプは それぞれ、かつぱは 小さいタイプもあ れば大きいものも

※価格は全て税込表記。巻は一貫あたり、編集部による計測結果。欄内の小文字は右記のメニュー名と異なる場合の
商品名と、各社表記による原産地情報。同じメニューのグラムあたりの単価が4社のうち最も安い社の値を示した。

资料来源: moneypost, 国信证券经济研究所整理
注: 从左至右分别为 Kappa 寿司、滨寿司、寿司郎、藏寿司

招聘兼职员工、灵活用工降低劳动力成本。1) 招聘大量非正式员工。2008 年之前, 泉盛集团通过一系列并购活动导致销售管理费用率持续上升。此后, 公司成立专门负责兼职招聘的子公司 Zensho Best Crew, 以此扩大兼职员工队伍并提高招聘效率。2011-2014 年, 食其家门店数量从 1572 家增至 1986 家, 兼职员工增

至 2.9 万人以上，但正式员工数量一直维持在约 600 人左右。2) 灵活用工。2015 年，公司引入员工工作时间管理系统，基于门店的繁忙程度和销售预测灵活雇佣和配置员工；并自动检测员工的工作时间，按小时计薪。基于此，自 2008 年后，泉盛的 SG&A 费用率持续下降，2019 年已下降 7pct 至 53.9%，较同期吉野家低 6.6%。

门店运营标准化，追求极致人效。1) 员工培训：公司制定了一份长达 49 页的章程，规定员工每秒至少走两步，并将商务谈判时间限制在半小时以内；同时，针对食其家员工，公司进行秒级培训，将牛井上菜时间控制在 10 秒内。2) 员工管理：公司通过设计消除效率低下的方法、24 小时监控并技术分析员工微小动作，优化工作流程。据《生产力白皮书》，2007 年，公司员工劳动生产率在日本住宿和餐饮服务行业上市公司中位居首位，达到 4881 万日元。

图 46: 2007-2014 年泉盛员工与门店数量



数据来源:《食其家改善工作环境第三方委员会》, 泉盛官网, 国信证券经济研究所整理

图 47: 2001-2019 年泉盛和吉野家的 SG&A 费用率

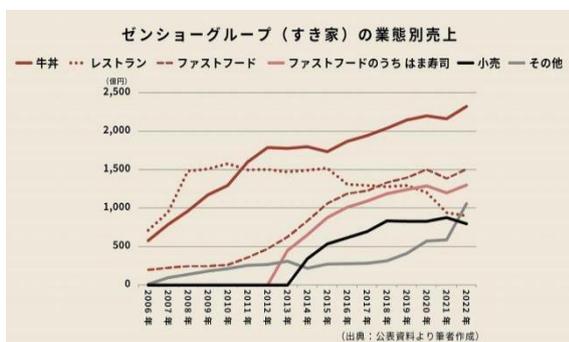


数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

2、成长性：多品牌经营+海外扩张，实现外延成长

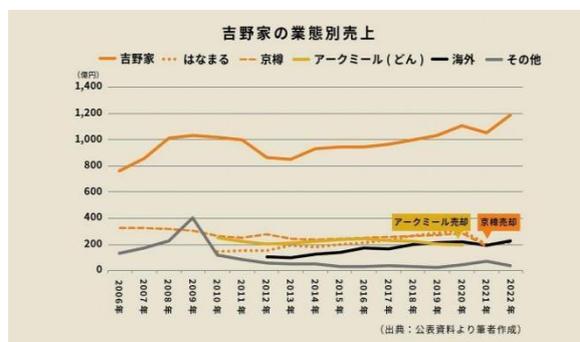
多品牌经营，实现营收增长。在品牌孵化，集团孵化的回转寿司品牌滨寿司在 2010 年后迅速扩张并成为行业第二大回转寿司店。截至 2023 年，滨寿司品牌的销售额达到 1634 亿日元，较 2014 年增长了 1.5 倍。在收购，公司在收购不景气的连锁店后，能够充分利用其经验和高效运营模式，成功实现了被收购公司业务的重振。以 Nakau 为例，该品牌在 2005 年被食其家公司收购后，营业利润率同比增长了 3%。自 2000 年多品牌经营以来，公司其他业务稳步发展。2023 年，公司家庭餐厅和其他快餐业务共实现营收 1172/1926 亿日元，分别占总营收的 15%/24.7%。

图 48: 2006-2022 年泉盛各业态销售额 (单位: 亿日元)



数据来源: Business+IT, 国信证券经济研究所整理
注: 从左至右分别为牛井饭、家庭餐厅、除牛井饭、回转寿司外的快餐业态、滨寿司、零售业、其他

图 49: 2006-2022 年吉野家各业态销售额 (单位: 亿日元)



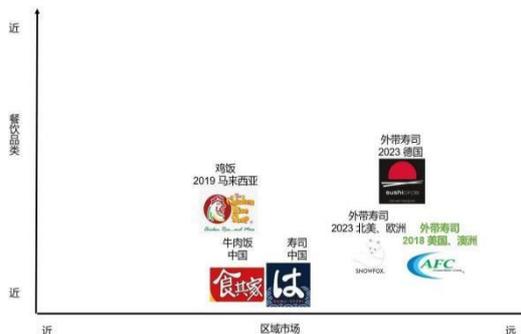
数据来源: Business+IT, 国信证券经济研究所整理
注: 从左至右分别为: 吉野家、花丸乌冬面、京博、Arkmeal、海外业务、其他

图50：泉盛各业务营收变化(单位：亿日元)



数据来源：Capital IQ，国信证券经济研究所整理

图51：泉盛集团海外品牌与扩张时间

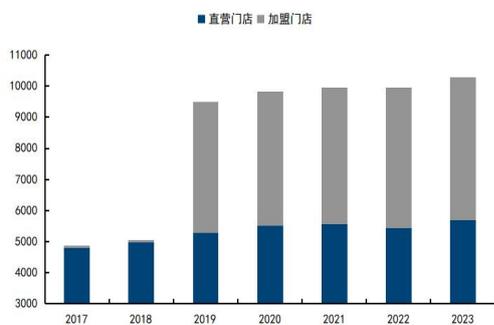


资料来源：源力增长，国信证券经济研究所整理

公司拓展国际版图方式有二：一种是通过在海外设立全资子公司的方式，采用直营模式精细运营食其家、滨寿司品牌；另一种方式则是通过收购当地品牌实现海外扩张。相较于90年代出海扩张的吉野家来说，泉盛起步较晚，直到2008年才在海外开设了第一家门店。在出海扩张初期（2008-2018年），公司扩张较稳健，将中国作为其重点拓展的市场，并以直营模式成功扩张了食其家和滨寿司两大品牌。2018年后，公司加快海外布局，通过海外并购的方式进一步扩张至北美和欧洲。2018-2023年，公司先后成功收购了美国最大的外卖寿司连锁品牌AFC（以特许经营为主，含4329家门店）、马来西亚市场份额最大的连锁鸡饭餐厅TCRS、德国外卖寿司店 GmbH 以及英国的寿司连锁品牌 SnowFox Topco（以特许经营为主）。在一连串海外收购推动下，截至2023年3月底，公司的海外门店数量猛增至5759家。与此同时，公司的经营模式也由直营转变为直营、加盟并行。具体而言，加盟门店的数量从92家大幅增加至4588家，加盟门店的比例也从2%增长到了45%。

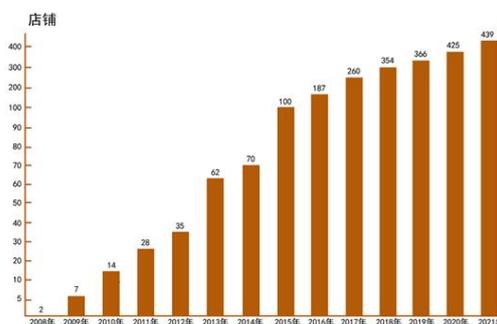
公司极其重视本土化。以中国市场为例，食其家实现了定价、口味和供应链的本土化。在定价上，2020年，其小碗牛肉饭售价15元（吉野家售价27元），贴近中国大众快餐价格。口味上，食其家推出鱼香茄子、麻婆豆腐牛丼饭等符合中国消费者口味的菜品，并定期更新菜单。在供应链管理上，食其家与新希望集团的供应链子公司鲜生活合作，定制了仓储和配送服务，以确保供应链的稳定和高效。2008年在中国开设第一家门店以来，食其家品牌在海外扩张迅速。截至2023年，食其家品牌在海外共拥有673家门店，复合增长率CAGR为54%。

图52：2017-2023年泉盛直营门店、加盟门店数变化



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图53：2008-2021年食其家品牌在中国的门店数变化



数据来源：泉盛中国投资公司官网，国信证券经济研究所整理

回转寿司：龙头企业极致降本增效，推动行业向上扩容

表6：日本回转寿司行业主要玩家基本情况介绍

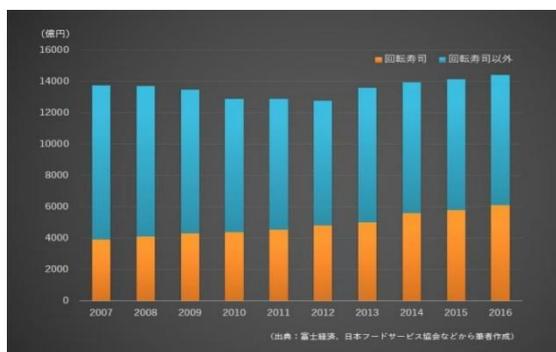
品类	品牌	国内规模(家)	母公司	国内扩张模式	品牌设立时间	出海时间	品牌海外门店数量
回转寿司	寿司郎	639	FOOD&LIFE(食品与生活公司)	直营	1984	2011	147(占比19%，中国为主)
	滨寿司	576	泉盛(Zensho)	直营	2002	2014	中国有39家(2023年10月23日)
	藏寿司	544	藏寿司	直营	1995	2009	114(占比17%，美国和中国台湾为主)

资料来源：公司官网，赢商网，国信证券经济研究所整理

注：1) 依据门店规模排名；2) 统计时间节点：滨寿司为2023年财年；寿司郎和藏寿司为2024年2月

规模：2000-2019年复合年增速达5%。自90年代回转寿司潮以来，日本回转寿司行业规模一直稳步扩张。2000-2019年，日本回转寿司市场规模从2460亿日元增至6700亿日元，增长了1.7倍，复合年增长率约为5%。

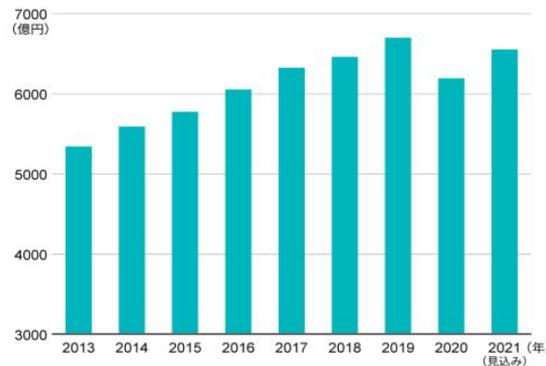
图54：2007-2016年日本寿司市场规模（单位：亿日元）



数据来源：Business+IT，富士经济，日本食品服务协会，国信证券经济研究所整理

注：橙色为回转寿司，蓝色为其他寿司品类

图55：2013-2020年日本回转寿司市场规模（单位：亿日元）

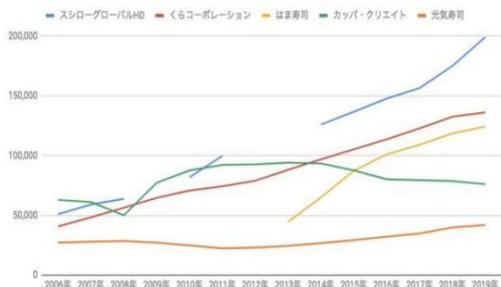


数据来源：日经交叉趋势，富士经济，国信证券经济研究所整理

格局：低价回转寿司连锁企业崛起

百元回转寿司兴起，集中度提升迅速。以寿司郎、藏寿司、滨寿司等为代表的五家低价回转寿司连锁店（每盘寿司100日元左右，折合人民币约4-5元）在集中化进程中不断扩大市场份额。2020年，这五家企业的市场份额已达到了84%。动因来看，需求端方面，百元回转寿司具有高质价比，可满足消费者性价比的追求；供给端方面，行业重资本投入和原材料投入，企业规模化后优势突出。回转寿司连锁企业若想获得可观的利润，必须通过规模经济摊薄采购、机器设备成本。

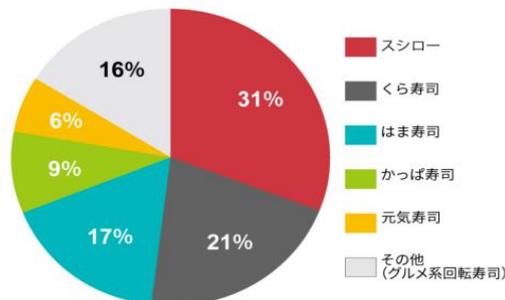
图56：2006-2019年日本TOP5回转寿司连锁店销售收入



数据来源：twitter，国信证券经济研究所整理

注：1) 从左至右分别为寿司郎、藏寿司、滨寿司、Kappa寿司、元气寿司 2) 单位：百万日元

图57：2020年TOP5日本回转寿司连锁企业的市场占有率

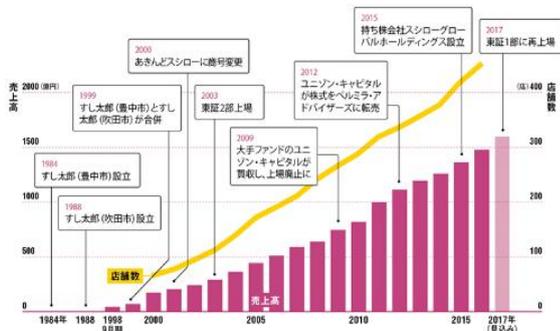


数据来源：FOOD&LIFE COMPANIES 2022 IR材料，国信证券经济研究所整理

注：自上而下分别为寿司郎、藏寿司、滨寿司、Kappa寿司、元气寿司

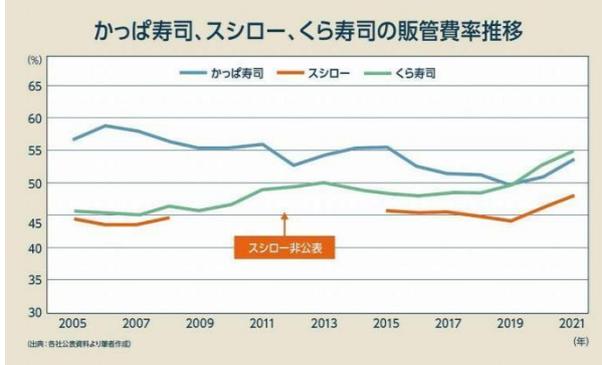
行业高资本投入，回转寿司连锁企业皆以直营模式扩张。主要原因系门店经营自动化和机械化较高，对资金和技术投入的依赖较高。

图58：1984-2017年FOOD&LIFE销售额和门店数



数据来源：东洋经济，国信证券经济研究所整理
注：1) FOOD&LIFE 为日本回转寿司最大品牌寿司郎的母公司 2) 左轴：亿日元，右轴：家

图59：2005-2021年Kappa 寿司、寿司郎、藏寿司的SG&A 率



数据来源：Business+IT，国信证券经济研究所整理
注：从左至右分别为 Kappa 寿司、寿司郎、藏寿司

回转寿司行业发展核心：门店彻底效率化实现产品低价可能

主打产品质价比，提升渗透率。头部百元回转寿司连锁店以新鲜鱼类为主要原料，但每碟寿司的价格仅在 100 日元（约 4-5 元人民币）左右，满足了消费者在收入缩减下的刚性饱腹需求，提高了产品吸引力。低价策略扩大了消费群体，吸引了家庭和年轻人在内的各种收入群体和年龄段的顾客。

全流程降本增效，提高标准化水平。头部回转寿司连锁企业通过技术革新提高了回转寿司业态标准化程度和规模产出效率，有效减少了人工成本和销售费用。以回转寿司龙头企业寿司郎为例，根据 Business+IT，寿司郎的人工成本比率和销售费用率分别仅为 28%/44%，远低于同期鸟贵族（35%/67%）、松屋（30%/62%）等日本大型餐饮企业。

1) 供应链：采购：与渔民、生产商制定合作关系，稳定采购寿司原料；自主成立水产养殖企业或者与水产养殖企业资本合作联合水产养殖、开发饲料等。加工：与渔区附近的加工厂合作；物流：与第三方物流商合作。值得注意的是，滨寿司的母公司泉盛（Zensho）拥有一套非常完备的供应链体系。因此，从采购、加工到物流的全环节都由公司自主负责。

2) 技术创新减少食材浪费：1、综合传送带寿司管理系统（2002 年）：百元回转寿司连锁店通过使用 IC 标签进行单个项目管理，精准预测客户需求。**2、使用图像识别的自动盘数系统（自检 2019 年）：**百元回转寿司连锁店通过在顾客就坐的桌子两端安装摄像头，实时监控销售情况和库存变动。

3) 技术创新实现从寿司制作到交付的全流程效率化、标准化。1、自动寿司饭团成型机：自动寿司饭团成型机能够批量快速制作寿司饭团，进而减少门店对后厨人员的依赖。根据 Muzen Kurazushi，传送带寿司店安装的“Sharinigiri 机器人”一小时可以制作 3600 份寿司；**2、时限管理系统（1997 年）：**时限管理系统能够管理产品在车道上暴露在空气中的时间，并在超过规定时间时将其丢弃，从而保证食材的新鲜度。**3、手机扫码/触摸屏点餐/在线预订系统点餐（触摸屏 2002 年、智能手机点餐 2019 年、自助结账 2020 年）：**百元回转寿司连锁店通过引入数字化技术提高点餐效率，降低人力依赖。**4、自动计数和集水系统（1996 年）：**在自动计数和集水系统的支持下，餐具会自动输送到厨房的洗涤区域，有助于减轻清理负担。

图60：日本回转寿司店的寿司机器人



资料来源：日本经济 BP，国信证券经济研究所整理

图61：日本回转寿司店的自动计数和集水系统



资料来源：JB press，国信证券经济研究所整理

汉堡店：高增长后震荡，外来者为王

日本的汉堡包行业始于1970年，当时肯德基开设了第一家餐厅。次年，麦当劳也入驻日本。受益于文化渗透和食品工业技术的引入，西式快餐加速普及，推动了日本餐饮行业标准化和连锁化的发展。

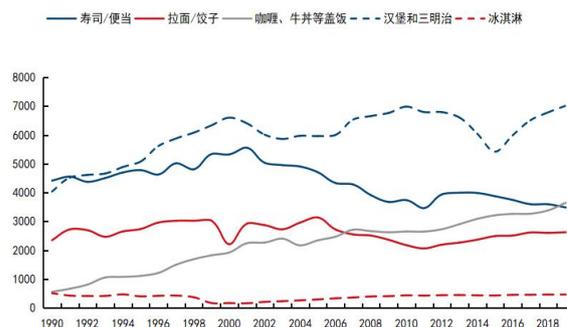
规模：高速增长后震荡波动，30年复合年增速约为2%。1990-1999年，连锁汉堡行业的市场规模仍然保持着高速增长，复合年增长率（CAGR）达到5%；然而，2000年以后，受到民族自信和健康化趋势的影响，市场规模开始出现震荡下滑的趋势。尽管如此，行业整体发展趋势保持上扬，1990-2019年复合年增速约为2%，超过了连锁快餐行业的平均增速（CAGR约为1.4%）。

图62：1990-2019年日本连锁汉堡市场规模和门店数



数据来源：日本特许经营协会，国信证券经济研究所整理
注：左轴单位为亿日元；右轴单位为家

图63：1990-2019年日本连锁快餐细分市场销售额（亿日元）



数据来源：日本特许经营协会，国信证券经济研究所整理

格局：日本麦当劳霸主地位巩固

寡头垄断，CR4集中度达96%。在日本定位偏低端的麦当劳独占鳌头，门店网络遍布日本各地。与此同时，本土企业摩斯汉堡则以高品质的定位著称，与麦当劳错位竞争，并稳居第二的位置。

表 7: 日本汉堡行业主要玩家基本情况介绍

品类	品牌	国内规模(家)	母公司	国内扩张模式	品牌设立时间	出海时间	品牌海外门店数量
汉堡	麦当劳	2967	麦当劳	71% (加盟门店数占比)	1971		
	MOS 汉堡	1304	MOS 汉堡	97% (加盟门店数占比)	1972	1991	457
	肯德基	1197	肯德基	72% (加盟店销售额占比)	1970		
	乐天利亚	308	泉盛 (Zensho)	直营+加盟	1972	1979	

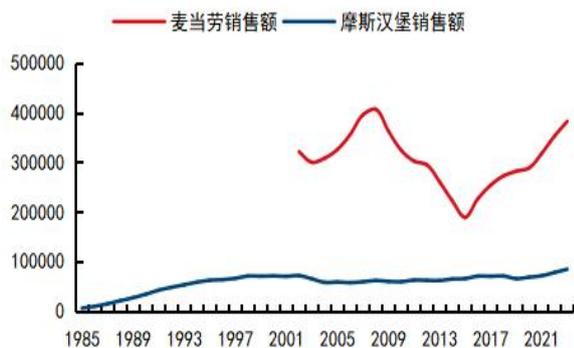
数据来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

注: 1) 按照品牌日本国内门店数排名; 2) 各门店数据统计时间分别是: 麦当劳为 2022 年年底, MOS 汉堡为 2024 年 1 月, 肯德基为 2022 年年底, 乐天利亚为 2023 年 4 月

主导降价、加速扩张, 麦当劳穿越周期地位稳固。在 80 年代, 麦当劳虽然销售额高于摩斯汉堡, 但其门店数量却少于摩斯汉堡。泡沫经济破灭后, 麦当劳采用了成本领先策略, 发起价格战; 并加速在超市、购物中心等多地开设小型卫星商店, 缩小与摩斯汉堡的差距。根据日本食粮新闻的报道, 1994-1998 年, 麦当劳的市场占有率迅速提高, 从 47.7% 上升至 61.4%。与此同时, 麦当劳的门店规模也从 1993 年的 1000 家急速增长至 1999 年的 3000 家。自 2015 年以来, 随着以 shack shack 为代表的美国高端汉堡品牌进入日本市场, 其他餐饮公司也推出了原创汉堡品牌, 汉堡行业竞争愈发激烈。但是, 麦当劳的市场地位仍然稳固。根据 2020 年的《食品服务行业营销手册》, 日本麦当劳的销售额达到 5710 亿日元, 市场份额约占 78%。

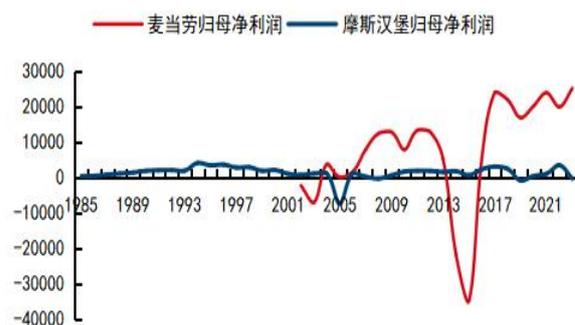
值得注意的是, 受到快速扩张和低价菜单的影响, 日本麦当劳于 2002 年陷入亏损。但通过实施按需烹饪、推出限时产品、店铺改造和直营转加盟等策略, 日本麦当劳成功重塑了品牌价值, 迅速实现了 V 型复苏。

图 64: 1985-2022 年日本麦当劳营收远高于摩斯汉堡



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理
注: 单位为百万日元

图 65: 1985-2022 年日本麦当劳归母净利润远高于摩斯汉堡



数据来源: 日本特许经营协会, 国信证券经济研究所整理
注: 单位为百万日元

经营模式: 企业普遍采用加盟模式扩张。1990 年 4 月, 摩斯汉堡和麦当劳的加盟比例分别为 94.3%/15.1%。随着时间的推移, 汉堡龙头都提高了加盟店的比例。目前, 摩斯汉堡的加盟比例已超过 96%, 而麦当劳的加盟比例约为 71%。

图66: 2006-2015年日本麦当劳加盟店占比逐年增加



数据来源: 价值趋势, 国信证券经济研究所整理

图67: 2006-2016年日本摩斯汉堡加盟店占比

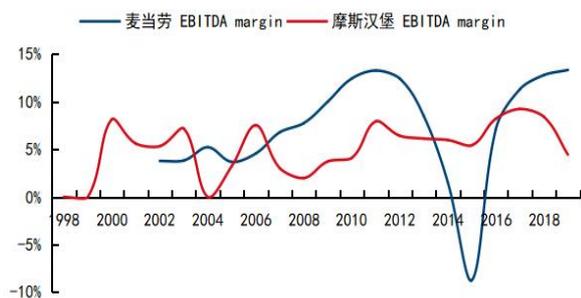


数据来源: 价值趋势, 国信证券经济研究所整理

日本麦当劳低价之源: 全球最高水平供应链、人力资源优化

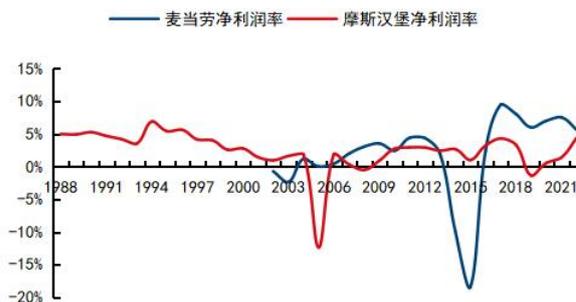
全球最高水平的供应链, 提升盈利空间。作为国际连锁企业, 麦当劳建立了极为成熟的供应网络。1) **规模经济降低采购成本:** 麦当劳与全球约 250 家食材供应商合作, 并对供应商实施体制化管理。通过批量从世界各地采购原料, 麦当劳能以超低价稳定采购最优质的原材料。**2019 年, 摩斯汉堡的原材料成本比率为 50.07%, 而麦当劳的原材料成本比率仅为 35.8%。**2) **物流模式以需求为中心, 提高物流效率:** 麦当劳与夏晖日本子公司合作, 委托夏晖负责管理整个供应链, 涵盖从上游到下游的各个环节。这包括从制造商到仓库存储, 再到门店销售和库存水平的全过程。具体来说, 汉堡包直接由供应商运送至门店, 而肉类、蔬菜等原料则统一运送至配送中心, 并通过具备常温、冷藏和冷冻三种温控区域的卡车进行一次性配送。此外, 麦当劳还要求夏晖对配送路线进行日常优化, 确保产品能以最短时间高效送达。

图68: 日本麦当劳 EBITDA margin 高于摩斯汉堡



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

图69: 日本麦当劳净利润率高于摩斯汉堡

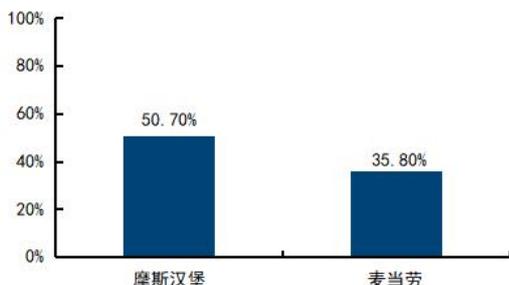


数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

人力资源优化, 节省劳动力成本。1) **灵活用工:** 麦当劳实施了按月为单位的变形劳动时间制, 借助智能排班, 灵活应对淡旺季客流量变化。2) **发力招聘非正式员工:** 麦当劳通过举办“兼职体验会”、提供“LINE 申请”以及利用“推特问题框”等多种方式招聘非正式员工。一般情况下, 卫星店(小型门店)仅店长为正式员工, 其他员工皆为兼职人员。2018 年, 麦当劳门店共有 14461 名员工, 非正式员工占比高达 89%, 高于餐饮业平均水平(77%)。**通过灵活用工、雇佣非正式员工,**

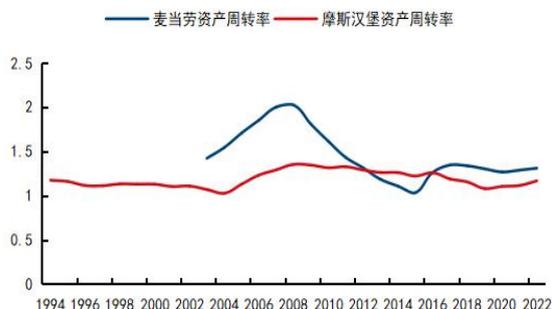
麦当劳显著降低了用人成本。2001年-2019年，麦当劳的人力成本比率从32.9%降低至27%。

图70：2019年麦当劳的原材料成本比率低于摩斯汉堡



数据来源：Capital IQ、麦当劳日本官网，国信证券经济研究所整理

图71：日本麦当劳资产周转率高于摩斯汉堡



数据来源：Capital IQ，国信证券经济研究所整理

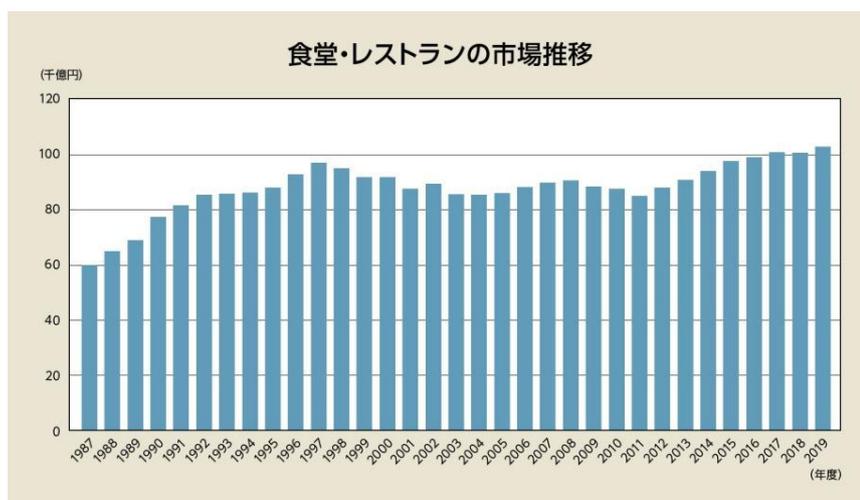
家庭餐厅：动荡下滑，珠玉企业仍璀璨

家庭餐厅是专为家庭消费者设计的休闲餐厅，提供价格略高于快餐但仍然实惠的菜单，涵盖西式、日式、中式等多种美食选择。日本家庭餐厅通常位于郊区，注重为顾客营造宽敞舒适的就餐环境，并提供愉悦的用餐体验。

家庭餐厅：震荡下滑，整体缩减约32%

1970-1990年，从兴起到成熟，由粗犷规模化走向细分专业化。上世纪70年代，日本家庭餐厅通过引进中央厨房，开发和租赁标准化店铺，采用规模生产的方式，成功实现西餐低价化，受到广泛欢迎。行业迅速规模化、连锁化发展。然而，80年代初期，连锁综合居酒屋开始崭露头角，因集餐饮与饮酒于一体的特点成为了家庭聚餐的首选场所。此阶段，日本家庭餐厅行业走向成熟，逐渐细分化，涌现了日式、中式、意大利等各种风格的特色餐饮业态，以满足消费者个性化的需求。

图72：1987-2019年日本自助餐厅/餐厅市场规模变化（单位：千亿日元）



资料来源：Business+IT，国信证券经济研究所整理

注：自助餐厅/餐厅包含家庭餐厅、晚餐餐厅等

1990-2019年，行业规模复合增长率约为-1%。90年代初期，日本家庭餐厅市场

规模仍有所增长。然而，随着经济形势进一步恶化，日本家庭餐厅市场规模开始出现震荡和下滑。据富士经济，1990年至2019年期间，日本家庭餐厅市场规模从约1.9万亿日元减少至1.3万亿日元，整体缩减约32%。

我们认为，日本家庭餐厅市场规模受到冲击的原因在于：在性价比趋势主导下，叠加便捷化趋势影响，消费者减少家庭餐厅消费需求。日本家庭餐厅的兴起与第二消费时代密切相关，这一时期的消费特点以家庭消费为核心，客单价相对较高。1990年后，随着日本经济陷入低迷，就业形式不明朗，消费者节约意识不断增强，逐渐减少在消费水平相对较高的家庭餐厅用餐频次。同时，随着独居和无孩家庭的比例不断增加，消费者更加追求便捷化、一人食需求旺盛。这也在一定程度上削弱了家庭餐厅的消费需求。

格局：快餐化发展弥补行业短板

集中度进展较慢，CAR4 仅为 52%。相较于快餐，日本家庭餐厅通常能提供更多元化的菜系和更愉悦的就餐体验，其目标客群更为广泛。然而，由于日本家庭餐厅难以实现高度标准化，门店扩张受制，行业的集中度提升较为缓慢。

表8：日本家庭餐厅行业主要品牌基本情况介绍

品牌	日本国内规模（家）	母公司	日本国内扩张模式	品牌设立时间	品牌海外门店占比	门店分布
Gusto	1280	云雀	直营	1992	0	分布于全国各地，但以日本东部、首都圈为中心
萨莉亚	1055	萨莉亚	直营	1973	31%（中国门店占海外门店77%）	39个都道府县，高度集中都市区
Joyful	648	Joyful	直营店占比90%+	1979	1%（中国为主）	37个都道府县，以九州为中心发展
Cocos	514	泉盛（Zensho）	直营店占比约85%	1978（2000年被泉盛（Zensho）收购）	0	分布于全国各地，专注关东地区
巴米扬	353	云雀	直营	1986	0	31个都道府县，主要在关东都市区发展

数据来源：公司官网，Nippon Soft Sales 官网，国信证券经济研究所整理

注：门店数统计时间分别为：Gusto 和巴米扬为 2023 年 12 月，萨莉亚为 2023 年 8 月，Joyful 为 2023 年 6 月 30 日，Cocos 为 2023 年 3 月 31 日

快餐化、休闲化方向发展，萨莉亚与云雀逆势成长。日本家庭餐厅头部企业为与竞争对手抗衡，纷纷推出低价产品。原本定位介于高档餐厅和快餐之间的家庭餐厅变得更加休闲化，并加入与快餐的竞争，导致行业间竞争日益激烈。萨莉亚通过推出极具性价比的意大利美食迅速崛起，1998-2003 年平均每年开设 100 家门店，成为日本第二大家庭餐厅连锁巨头；云雀则于 1992 年推出了低价+低 SKU 的“Gusto”品牌，同时引入了喷射式烤箱、呼叫按钮和自助饮料吧，以降低人力成本来平衡利润。新品牌推出取得了显著的成功。随后，公司将不盈利的门店改造成“Gusto”，并且加快了新店的开设速度。2003 年，Gusto 品牌门店数量已达到 1000 家。2017 年，Gusto 品牌还针对单身食客的需求，推出了专属的一人用餐座位区。

图 73: 萨莉亚菜单



资料来源: 萨莉亚日本官网, 国信证券经济研究所整理

图 74: 云雀 Gusto 品牌的单人座位

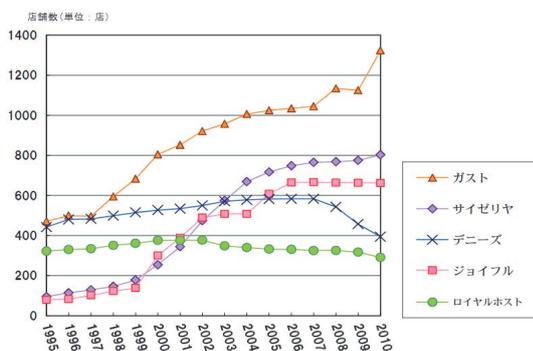


资料来源: Insight Puzzle, 国信证券经济研究所整理

值得注意的是, 在规模扩张过程中, 由于过度扩张导致门店亏损增加、自有业务互相蚕食, 云雀的营业利润在 2008 年转为-1.1 万亿日元。但公司采取了一系列措施, 2009 年实现了 V 型复苏, 并于 2014 年再次上市。这些措施有 1、门店转换和品牌重塑; 2、组织结构改革; 3、加强采购、菜单开发, 并充分利用定量数据分析进行营销, 以提高现有门店的盈利能力。

经营模式与扩张: 直营模式下集中开店。与流程简单、菜单较少的快餐店相比, 家庭餐厅的烹饪流程更为复杂, 菜单和员工手册也更加繁琐。因此, 日本的家庭餐厅企业在开设新店时主要采取集中开店的策略, 并通过直营模式来经营门店。

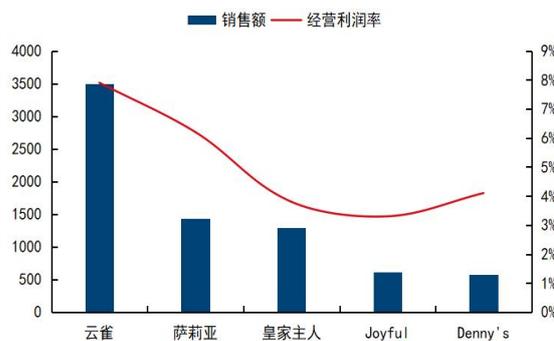
图 75: 1995-2010 年日本主要家庭餐厅门店数变化



数据来源: 国土馆大学地理学报告《近年来家庭餐馆的选址发展》, 国信证券经济研究所整理

注: 自上而下分别为云雀 Gusto 品牌、萨莉亚、Denny's、Joyful、皇家主人

图 76: 2016 年日本家庭餐厅公司销售额与经营利润率



数据来源: Action learning, 国信证券经济研究所整理
注: 销售额单位为亿日元

云雀与萨莉亚逆势成长揭秘: 供应链、门店运营效率化、第二增长曲线

本质探究: 云雀和萨莉亚皆以发展供应链、提升门店运营效率作为核心竞争力, 并在此基础上开辟第二增长曲线以实现持续发展。但是, 在提升门店运营效率和实施第二增长策略的具体做法上, 两家公司各有侧重。云雀通过多品牌发展战略, 旨在实现规模经济, 降低采购成本, 扩大市场份额; 相比之下, 萨莉亚则专注于彻底的效率化管理, 以实现费用的极致管控, 并通过海外扩张提升其市场份额。

1、萨莉亚：彻底效率化，出海谋求新成长

萨莉亚，成立于1968年，是一家以意大利美食为主打的家庭餐厅公司。2024年3月15日，萨莉亚总市值达128亿人民币，在日本餐饮行业上市公司中的位列第6。自成立以来，公司一直专注于直营模式经营萨莉亚品牌，并在2003年开启出海扩张，在中国上海开设第一家海外门店。自泡沫经济以来，萨莉亚的销售额稳步增长。2002-2019年，公司的销售额从619亿日元增长至1565亿日元，年复合增长率约为6%。2023年财年，萨莉亚在全球拥有1540家门店，均采用直营模式经营。其中，日本本土门店1055家，海外市场门店485家（中国/新加坡分别占比93/7%）。

建立由采购至交付一体化的供应链体系，不仅内部生产，而且直接销售处理从种植、收获到加工和烹饪的所有产品。1) 原材料：源头自采和定点种植相结合。除了必不可少的国外进口外，萨莉亚选择公司直接管理育苗后再交付定点农场种植。2) 央厨模式：萨莉亚利用自建的中央加工厂专门处理蔬菜和肉类，将店内烹饪工作简化为摆盘、调酱和加热等工作，缩小后厨面积并减少工作量。3) 库存管理：与切菜合作商合作。萨莉亚通过与切菜合作商合作，实现从食品生产到流通和配送的垂直一体化销售，以降低库存风险。4) 自建物流：萨莉亚自建物流基地，食物通过自有冷链运输至门店。

图77：2002-2023年萨莉亚营收与业绩变化



数据来源：Capital IQ，国信证券经济研究所整理
注：单位为百万日元

图78：2011-2013年萨莉亚的劳动生产率、人时平均生产率

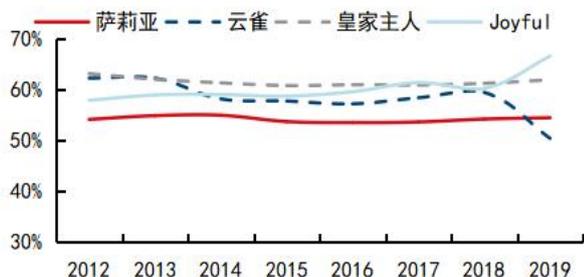


数据来源：日本生产力研究中心，国信证券经济研究所整理
注：1) 人时平均生产率指一名员工每小时产生的毛利润

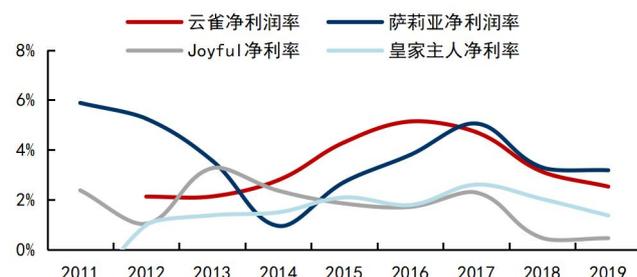
提高门店运营效率，极致控费。1) 自动化：萨莉亚率先推出了移动点餐终端，以提高点餐效率，并减少对前台服务人员的依赖。同时，公司改进了厨房设备，提升了食品预制化水平，使门店精简到不再需要使用菜刀和后厨设备，从而不仅缩短了上菜时间，还节约了后厨所需面积。2) 建立专门部门提高生产力：萨莉亚高度重视劳动生产率的提高，在公司内部设立了专门的部门，负责监控所有门店的经营状况，提高生产力。基于此，萨莉亚的劳动生产率远高于餐饮行业平均水平。2011-2013年，萨莉亚的平均劳动生产率达到了6124日元，超餐饮业平均水平近40%（4446日元）。在彻底效率化的一系列举措下，萨莉亚的销售费用率常年仅为54%左右（人工成本仅25%左右），远远低于同业。

图79：2012-2019年云雀和萨莉亚的销售费用率低于同业

图80：2011-2019年云雀、萨莉亚净利润率领先同业



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

海外市场本土化直营经营, 实现新成长并有效分散风险。萨莉亚通过在海外设立分公司的形式进行出海扩张, 并采用直营模式运营门店。在海外门店经营策略上, 萨莉亚在菜单、定价、食材等方面都做到了本土化。以其主要市场中国为例: 1) **菜单:** 家庭餐厅的菜单通常是休闲西餐和日本料理的结合, 普适性不强。因此, 萨莉亚结合中国人口味进行菜单调整, 确保菜品符合中国人口味偏好。2) **定价:** 萨莉亚根据中国的实际情况进行定价, 将价格定在与中国快餐相当的价位, 确保价格具有竞争力。3) **食材:** 为削减采购成本、确保食材品质, 萨莉亚与在华日资企业以及中国大型供应商合作, 向其批量采购食材。基于极致本土化的精细运营策略, 萨莉亚海外业务表现卓越。2011年-2023年, 萨莉亚的海外销售额从44亿日元增至628亿日元, 年复合增长率达到25%。尽管国内客流量下降, 导致公司国内业务连续四年亏损, 但得益于出色的海外业务表现, 集团业绩依旧可观。2023年, 公司的归母净利润达到51亿日元, 较2019年增长了3.5%。

图81: 2011-2023年萨莉亚海外和日本业务的税前利润

图82: 2011-2023年萨莉亚海外营收与占比(单位: 百万日元)



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理
注: 单位为百万日元

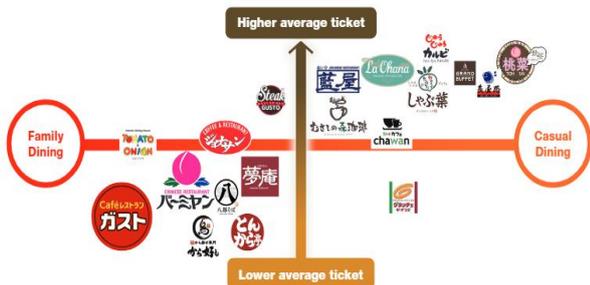


数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

2、云雀: 规模经济提高竞争力, 多元业态谋求新增长

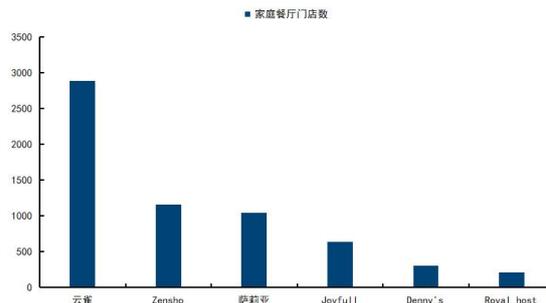
云雀作为家庭餐厅概念的先驱, 自1962年成立以来, 于1970年在日本开设了第一家家庭餐厅, 开启了日本家庭餐厅行业的篇章。此后, 公司自主孵化了多个餐饮品牌。目前, 公司旗下拥有超过20个餐饮品牌, 包括Gusto、巴米扬中华料理、shabu-yo 涮涮锅、武藏野森咖啡、梦庵日式料理等。这些品牌涵盖了从低价位到中等价位的多种餐饮类型, 包括日式、西式、中式、意大利等, 主要集中在家庭餐厅和休闲餐饮领域。截至2023年3月31日, 云雀的门店总数达到了2979家(海外门店仅73家, 占2%), 是日本拥有最多家庭餐厅门店的公司。2024年3月15日, 云雀总市值达257亿人民币, 位列日本餐饮行业上市公司第三。

图83：云雀集团旗下的品牌



资料来源：云雀官网，国信证券经济研究所整理

图84：2023年云雀的家庭餐厅业态门店数最多



数据来源：各大公司官网，国信证券经济研究所整理
注：门店数皆为2023年财年数据

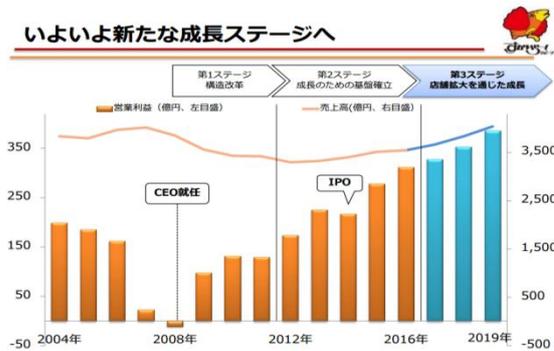
垂直整合供应链，推进各环节效率提升。云雀拥有完备的垂直一体化供应链，通过控制从采购到供应的所有环节，实现了强大的成本竞争力。2023年，公司改革供应链，对采购、生产、菜单开发和销售部门进行了优化，为公司削减了30亿日元的成本支出。1) **原材料：统一批量采购，实现规模经济。**公司利用集团的规模优势在全球40多个国家直接采购原材料，批量采购以降低成本。2) **中央厨房：**公司在10个地点设立中央厨房，负责对所有商店提供的产品进行初级加工，包括切割原料和制作自有酱汁，以确保产品质量和供应稳定性。3) **物流：自建物流+与第三方合作进行联合配送。**公司自建了包括4000辆配送车辆和11000名配送人员的物流配送网络，将产品联合配送至旗下9个品牌的1400家门店。此外，公司还与诸如UBER EATS和Demae-kan等第三方配送机构合作，向Jonathan和Bamiyan等约2000家门店提供产品。

图85：云雀供应链

Procurement	Production	Inspection	Logistics	Preparation and Service	Delivery
Efficient food procurement	Central kitchens	Management by ISO 22000	Robust logistics network	Efficient store operations	A vast delivery network
Bulk procurement of raw ingredients for all brands	10 central kitchens process and supply food to our approximately 3,000 restaurants	Inspection system for each stage, including sampling inspections and residual pesticide inspections	Sharing of our logistics network throughout Japan and in all brands	Providing high-quality, affordable menus in comfortable store environments	With approximately 4,000 delivery vehicles, we have the largest fleet in the food service industry

资料来源：云雀官网，国信证券经济研究所整理

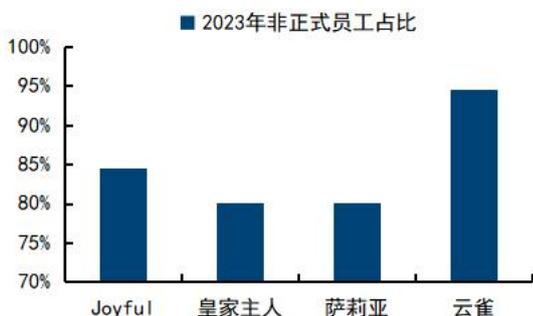
图86：2004-2019年云雀营收和营业利润变化(单位:亿日元)



数据来源：云雀官网，国信证券经济研究所整理
注：柱状图为营业利润，折线为销售收入

极致利用人力资源，助力公司费用最优化：1、极力压缩正式员工比例：云雀招聘大量兼职员工以缩减劳动力成本，并以“分钟增量”支付兼职员工工资。2023年，云雀非正式员工的比例约占员工总数的94%，高于其他家庭餐厅公司。2、**灵活用工。**云雀通过引入变形工作时间制度，有效地应对了家庭餐厅面临的客流周期性波动问题。该制度以月为周期进行调整。在工作日，员工仅需工作6小时；而在周六和周日，员工的工作时间则相应延长至8小时或10小时。此外，云雀还特别招聘了一些接受区域调动的正式员工，从而能够根据各门店的实际客流情况，灵活调整人力资源配置。**基于此，公司的销售费用率从2012年的62.3%降至2019年的50.4%，共下降约12pct。**

图87：2023年日本家庭餐厅公司非正式员工占比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图88：云雀以月为单位的变形工作时间制度



数据来源：云雀官网，国信证券经济研究所整理

第二增长曲线：建立多品牌矩阵，实现营收端、成本端、盈利端三重改善

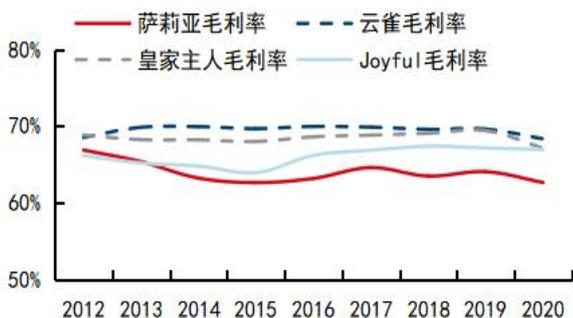
紧跟消费者需求开发新品牌。公司于1970年开设了首家家庭餐厅，满足了婴儿潮一代家庭外出就餐的需求；1986年，创立了以中式料理为主打的首家家庭餐厅“巴米扬”，满足了第三消费时代消费者个性化需求；1992年，推出了低价品牌“Gusto”迎合消费者消费降级需求。

1) 营收增长：多个品牌并行发展使得公司覆盖更广泛的客户群体，从而有效扩大了业务规模。2022年，公司共实现营收3037亿日元。除了主力品牌Gusto外，其他品牌如巴米扬、SYABU-YO、乔纳森、梦庵也贡献了较可观的营收，分别为349/314/221/157亿日元，占公司总营收的11.5%/10.3%/7.3%/5.2%。

2) 成本控制：通过规模扩张，公司能够与供应商谈判获取更优惠的价格和条件，从而有效降低采购成本。进一步提高了上游采购端的议价能力。**2012-2022年，云雀的毛利率一直保持在68%以上，常年领先同业。**

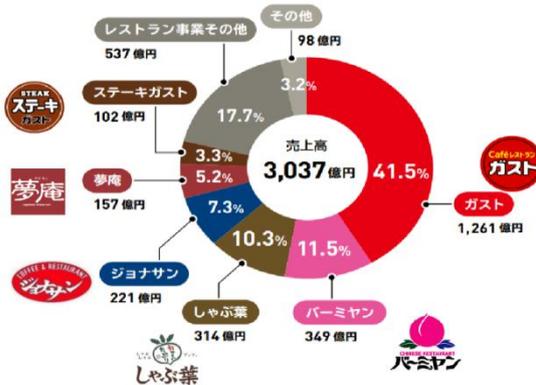
3) 盈利能力：公司通过持续优化其业态组合，对盈利能力较弱的门店进行改造，转变为更受市场欢迎的业态，以此提升门店的整体盈利水平。**2022年，公司共改造了17家门店，实现同店销售额增长159.5%。**

图89：2012-2020年云雀毛利率领先同业



数据来源：Capital IQ，国信证券经济研究所整理

图90：2022年云雀各业态销售额占比



资料来源：云雀官网，国信证券经济研究所整理

居酒屋：行业增速放缓，龙头跨足其他餐饮业态实现大市值 需求减少、场景转移，行业规模缩减

居酒屋起源于江户时期，是提供酒类和较高质量饭菜的日本料理店。自 20 世纪 80 年代起，日本居酒屋行业经历了从连锁化、规模化到标准化，然后逐步走向成熟化和专业化的发展历程。居酒屋的菜品更加多样化，价格也更加亲民。如今，居酒屋已成为日本文化的重要组成部分。

规模：1992 年开始萎缩，直至 2013 年才企稳。日本居酒屋业态市场规模于 1992 年达到 15 万亿顶峰后开始逐年萎缩，2012 年市场份额降至峰值的 68%。2013 年，受益于入境游市场的旺盛、安倍经济学推动日本经济走出负增长，居酒屋行业市场规 模企稳，保持在 1 万亿日元左右。2019 年，日本居酒屋行业市场规 模仅为峰值的 70%，较 1990 年缩减 24%。

图 91：日本居酒屋业态规模 1992 年登顶后衰减



数据来源：日本食品服务协会，国信证券经济研究所整理
注：单位为亿日元

图 92：1983-2019 年日本居酒屋连锁店市场规模和门店数变化



数据来源：日本特许经营协会，国信证券经济研究所整理
注：左轴为百万日元；右轴为家

图 93：2013 年访日游客人数突破 1000 万



数据来源：nippon，国信证券经济研究所整理

图 94：1980-2023 年日本经济增长率的趋势



数据来源：World Economy Netacho，国信证券经济研究所整理

我们认为，日本居酒屋行业规模的缩减主要系性价比、健康化趋势下，消费者选择宅家自饮或减少酒精消费。此外，宅文化的兴起和严苛的酒驾法律也在一定程度上影响了日本居酒屋行业规模的扩张。

1) 节俭意识：随着经济不景气以及堂食消费税率提高，消费者出于节俭的考虑，

选择居家饮酒或减少酒类消费。2) **健康意识**：新一代年轻人健康意识增强，逐渐形成远离酒精的生活习惯。3) **宅文化**：宅文化兴起，部分年轻人返璞归真，远离社交、远离公司下班酒局，改为居家饮酒。4) **酒驾法律日益严苛**：酒后驾驶执法力度加大，消费者减少驱车去郊区居酒屋消费的频次。2001年，日本将酒驾纳入刑法并随后加大了对此行为的惩罚力度，还对提供车辆、酒水和同乘的人制定了相应的罪种。

图95：1999-2019年日本酒后驾驶处罚法律颁布与酒后驾驶造成的死亡事故数量趋势



数据来源：日本通官方微信，国信证券经济研究所整理

图96：2019年日本各年龄段的饮酒比例



数据来源：nippon，日本国税庁，国信证券经济研究所整理

图97：日本酒类税收1994年达到了2.12万亿日元的峰值



数据来源：nippon，日本国税庁，国信证券经济研究所整理

图98：日本成人人均酒精饮料消费量1992年达到峰值101.8升



数据来源：nippon，日本国税庁，国信证券经济研究所整理

格局：行业版图改写多次，单品极致化建立成本优势

1、**市场较分散**，2019年CR4约为31.7%。日本的居酒屋主要分为两种类型：综合居酒屋和有限SKU的专业居酒屋。居酒屋行业集中度提升较缓慢。截至2019年，行业前四强企业的集中度仅为31.7%。日本居酒屋行业品牌难以长期维系主要在于行业内流行的业态多次迭代，消费者在不同品牌之间转换成本较低。

表9：日本居酒屋行业主要玩家基本情况介绍

居酒屋公司	销售额 (十亿日元)	国内居酒屋 门店数量	居酒屋业 态占比	居酒屋 业态经 营方式	公司旗 下品牌 数量	创立 时间	海外门店数
Colowide (客单价 2500 日元)	779	278 (总门店数为 2640 家)	17%	直营为主	20+	1963	395 (占比 15%, 以中国为主)
Watami (客单价 2500 日元)	779	191 (总门店数为 347 家)	55%	直营为主	20+	1986	65 (占比 19%, 以中国香港为主)
鸟贵族 (客单价 2000 日元)	202	626	55% (2022 为 99%)	加盟店占比 36%	3	1995	0

资料来源：公司官网，Nippon Soft Sales 官网，国信证券经济研究所整理 注：按照销售额排序；门店数和销售额统计时间皆为 2023 年财年

2、竞争格局迭代演变：综合居酒屋 → 低价综合居酒屋 → 客单价更低的专业居酒屋

1) 90 年代-10 年代：廉价综合型居酒屋崛起。泡沫经济破灭后，和民、Monte Rosa 和 Colowide 三家廉价居酒屋成为行业内的主导力量。这三家连锁居酒屋主打丰富 SKU，而客单价仅为 2500 日元左右。

2) 10 年代以后：成本领先打造“极致性价比”，专业居酒屋兴起。2008 年金融危机后，日本经济陷入深度衰退。在此背景下，以鸟贵族为代表的专业居酒屋凭借均一低价（所有产品每份 280 日元，客单价 2000 日元）、高附加值服务（手工串烧）兴起；与此同时，90 年代行业领军企业仅 Colowide 的规模仍在稳步扩大。

3、经营模式：不同时期人气居酒屋连锁企业打法不同，各有千秋。在 80 年代，日本居酒屋行业连锁化率较低，综合居酒屋通过采用加盟模式，收取稳定的加盟费，以小投资快速占领市场，打开品牌认知度。90 年代，新一代连锁居酒屋采用直营模式，在地价下跌时期迅速占领高势能点位，确保品牌认知的一致性。近些年来，鸟贵族采用直营、加盟并举模式，加快门店扩张的同时保证了品牌声誉。

每一代兴起的居酒屋企业，皆在该年代通过严格成本管控实现性价比策略

90 年代兴起的廉价综合居酒屋：1、垂直一体化供应链。和民、Monte Rosa 和 Colowide 借鉴家庭餐厅行业的经验，建立全套供应链体系，包括自建种植基地和养殖基地；设立中央厨房和加工厂，旨在提高标准化程度，减少中间商费用，有效控制成本。2、招聘非正式员工/灵活用工。和民、Monte Rosa 和 Colowide 等公司都采用了招聘大量非正式员工的策略，以降低劳动力成本。此外，Colowide 还采用了灵活员工制度。公司实行轮班制度，每次轮班工作时间为 4 至 8 小时。门店根据实际繁忙程度和员工情况进行轮班安排，并按小时支付工资。

图 99：和民循环第六产业模式



资料来源：和民官网，国信证券经济研究所整理

图 100：Colowide 自建的蔬菜水培基地



资料来源：Colowide 官网，国信证券经济研究所整理

10年代兴起的专业居酒屋如烤鸡肉串居酒屋鸟贵族：单品极致化放大供应链效应，门店效率化经营，严格控制成本。其中，单品极致化降低采购成本最为关键。

1、租金方面：缩小门店面积、集中开店并选址在商圈二等位置如市中心大楼的高层或地下室以降低租金成本。

2、原材料方面：缩减SKU（65个菜品中44个使用鸡的不同部位），降低供应成本。鸟贵族与数十家鸡肉加工厂达成合作关系，批量采购鸡肉。通过单品极致化和规模采购，公司的采购成本大幅降低。以2015年为例，公司规模采购鸡肉达到3800吨，使得公司的鸡肉采购价格平均低于市场价40%。相应地，公司销售成本比率仅为32%左右，较和民低约18个百分点（和民同期销售成本比率为49.8%）。

3、人力方面：根据东洋经济，通过引入用于烤鸡肉串的串烧机器人和保留风味的喷射烤箱，鸟贵族厨房中的工作人员数量从以前需要五名减少到两到三名，人力成本比率由30%降至25%。

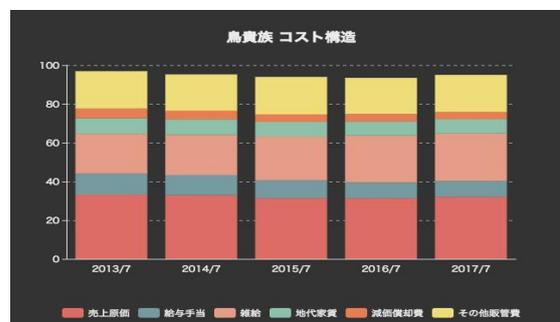
4、规模扩张方面：通过采用员工加盟制度严控加盟，兼顾门店扩张与标准化，减轻公司资金负担。

图101：2015-2022年和民的销售成本比率为在40%以上



数据来源：Capital IQ，国信证券经济研究所整理

图102：2013-2017年鸟贵族销售成本比率约为32%左右

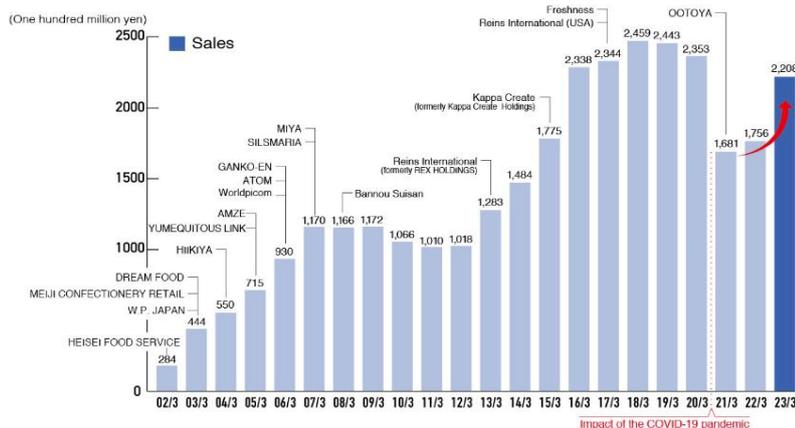


数据来源：Business+IT，国信证券经济研究所整理

Colowide：收并购实现优势互补、业态转型

Colowide 成立于1963年，并于1977年进入居酒屋行业。2000年，自公司在东京证券交易所上市后，公司开始通过收购扩大经营范围。2002年，公司收购了经营居酒屋餐厅的Heisei Food Service，开启了快速增长之路。此后，公司进行了一系列收购，包括2005年的Atom、2012年的主打烤肉等产品的Rex、2014年的回转寿司Kappa Create、2016年的Freshness Burger，以及2020年的大户屋控股公司。随着每次收并购操作，公司的销售收入都实现了一次飞跃。2002-2019年，公司销售收入由2.8亿日元增至24亿日元，复合年增长率CAGR为14%。2023年财年，公司以经营居酒屋、烤肉及涮涮锅和回转寿司为主要业务，旗下拥有包括甘太郎、温野菜、牛角、Kappa寿司在内的20多个品牌，共计2640家门店（海外门店占比约15%），其中直营门店1362家，加盟门店1278家。截至2024年3月22日，公司的市值为91亿人民币，排名日本餐饮行业上市公司第十。

图103：2002-2023年Colowide销售收入与兼并历程（百万日元）



资料来源：Colowide 官网，国信证券经济研究所整理

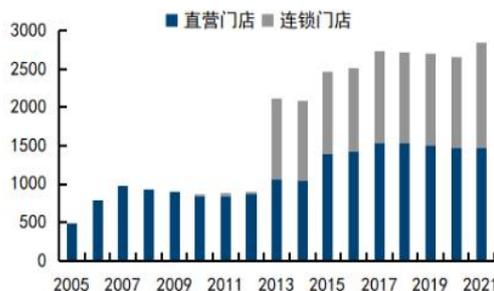
值得注意的是，自 2012 年收购 Reins International 并新增逾 1000 家特许经营门店以来，公司采取了直营与加盟并行的扩张策略，并根据不同品牌和业态调整扩张方式。其中，回转寿司、居酒屋业态的品牌以直营为主，而烤肉（涮涮锅）的加盟比例较高。截至 2023 年 3 月底，回转寿司/居酒屋/烤肉（涮涮锅）的门店直营比例分别为 98%/85%/28%。

图 104: Colowide 旗下品牌与业态



资料来源：Colowide 官网，国信证券经济研究所整理

图 105: 2005-2021 年 Colowide 门店数变化



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

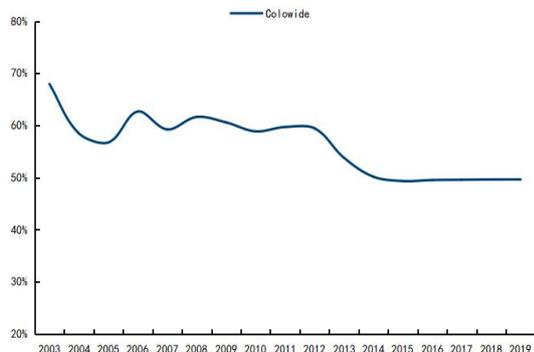
我们认为，Colowide 实现第二增长的关键在于通过收并购实现了 1、优势互补、规模经济。2、居酒屋业态转型。

优势互补，规模经济。 Colowide 在同一地区或同一栋大楼开设 3-5 家不同类型的餐厅，涵盖不同价位、营业时间和客源。一方面，通过品牌聚集和互补，公司在不损害现有品牌的基础上提高市场份额、扩大了规模，进而获取供应链优势。另一方面，公司通过共享员工和门店合作，充分利用人力、物力资源，极大降低了物流成本和人工成本。2003-2022 年，公司的 SG&A 费用率已由 67.9% 下降至 49.6%。

居酒屋业态转型。 随着廉价综合居酒屋业态的式微，Colowide 充分利用并购策略，收购了烤肉、涮涮锅、回转寿司等流行大众快餐和休闲餐饮品牌，并将门店转型为相应品牌。2012 年，居酒屋业态仅占总门店的 58.8%。随着 Colowide 积极转型，将不景气的综合居酒屋门店转换为其他餐厅，居酒屋业务的门店数量显著减少。2023 年，居酒屋业务门店数量已骤减至 278 家，占比仅为 10.5%。与此同时，烤肉和涮涮锅门店数量增至 1187 家，占比达到 45.0%。这些新品牌符合时代潮流，

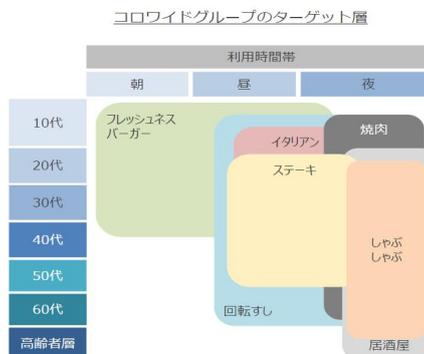
实现了快速的收入增长，为公司在居酒屋业务面临挑战时提供了强有力的支撑，有效抗击了市场风险。

图 106: 2003-2019 年 Colowide SG&A 费用率



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

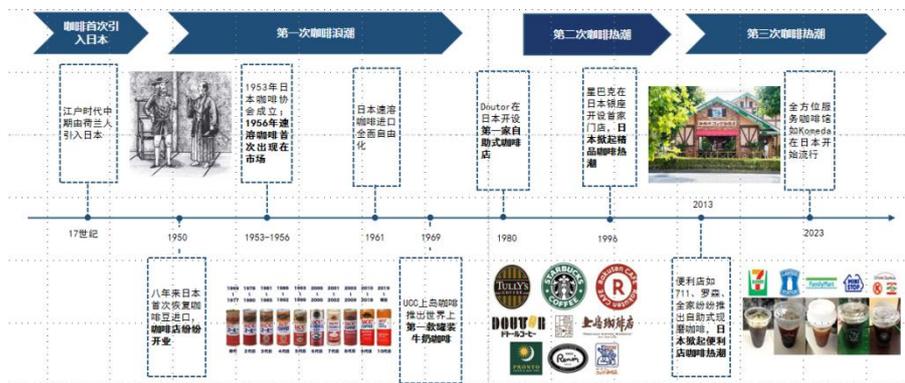
图 107: Colowide 各业态适用时间和人群



资料来源: Colowide 官网, 国信证券经济研究所整理

咖啡店：行业承压，龙头小市值

图 108: 日本咖啡发展历史



资料来源: 日本咖啡协会, 日本通官方微信, 日本经济 BP, 日本读卖新闻, 国信证券经济研究所整理

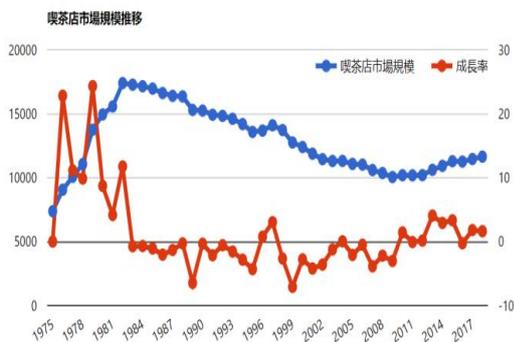
本质探究：性价比、便捷化趋势下，消费者更偏好选择灌装咖啡和便利店咖啡满足功能性需求。相对地，咖啡店则越来越多地被保留为满足更高层次的休闲享受、社交互动和商务交流等非功能性的消费需求。

咖啡店：渗透放缓，消费者加速渠道转换

规模：1982 年触顶后下降，2009 年恢复缓慢增长。日本咖啡店市场规模自 1982 年达到近 1.74 万亿日元的峰值后逐年下降。在 2009 年触底后，开始缓慢恢复增长，增长率约为 1%-3%。2019 年，日本咖啡店市场规模为 1.18 万亿日元，较 1990 年下降 23%。

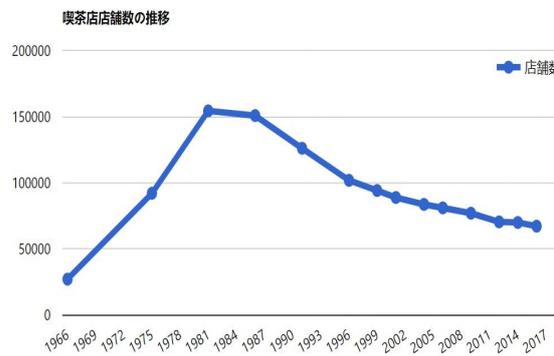
门店数：持续下降，目前不及顶峰时期的一半。据日本咖啡协会，日本咖啡店门店数自 1981 年达到 15.46 万家的顶峰以来持续下降。如今，日本咖啡店门店数量不到顶峰时期的一半。

图 109: 1975-2017 年日本咖啡店市场规模与增长率



数据来源: BizHorizon, 国信证券经济研究所整理
注: 单位为亿日元

图 110: 1966-2017 年日本咖啡店门店数



资料来源: BizHorizon, 国信证券经济研究所整理

咖啡豆消费上升而咖啡店行业缩减核心: 品类转换、场景转移、渗透有限

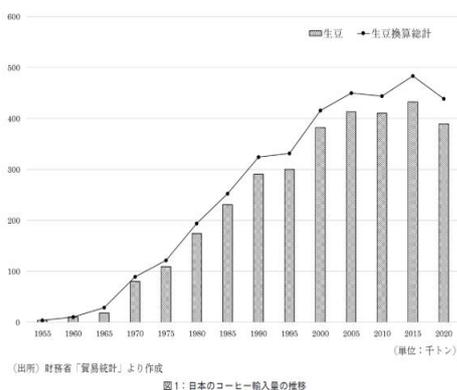
场景端来看, 便捷化和性价比趋势下, 居家/学校/工作场所饮用比例上升。80 年代, 随着可支配收入提升和消费者个性化需求的崛起, 咖啡机在日本逐渐普及。1990 年, 咖啡机的普及率已经达到了 38%。泡沫经济崩溃后, 随着家庭小型化趋势的发展、节俭意识的增强以及咖啡机的进一步普及, 日本人消费咖啡的场景也逐渐从咖啡店转移到了家中。1983-2010 年, 日本人居家饮用咖啡的比例从 59% 增至 62%, 在学校和工作场所饮用咖啡的比例也从 20% 增至 26%; 与此同时, 在咖啡店饮用咖啡的比例显著下降, 从 14% 降至 3%。

品类端来看, 便捷化和性价比趋势下, 灌装/便利店咖啡消费提高。日本咖啡品类的发展路径为咖啡店先行, 速溶咖啡/罐装咖啡/便利店咖啡接力。在其他咖啡品类的接力推动下, 咖啡消费品类不再局限于传统的咖啡店的现磨咖啡。此外, 在 90 年代之前, 日本已经建立了发达的便利店和无人售货机网络。泡沫经济崩溃后, 由于咖啡店休闲、社交属性强, 但便捷性较差, 客单价也更高。在性价比和便捷化趋势下, 消费者更倾向于选择罐装咖啡或便利店咖啡, 以满足其功能性和便捷性需求。根据富士经济, 2003-2012 年, 日本瓶装罐装咖啡销量/销售额分别增长了 13/15 倍, 年复合增长率为 33%/35%。与此同时, 2012-2015 年, 日本便利店咖啡的销售额由 275 亿日元增至 2043 亿日元, 增长了约 6.4 倍, 年复合增长率 (CAGR) 约为 95%。

产品端来看, 咖啡店创新不足, 渗透有限。日本咖啡店之间的差异性主要通过咖啡豆品质、甜点面包、氛围环境实现, 在探索咖啡的种类、加工方式和调配方法上可能较为保守。咖啡产品的创新不足, 导致咖啡店与便利店咖啡/餐厅咖啡相比差异有限, 消费者转换成本低, 这在一定程度上限制了行业的渗透率提高。

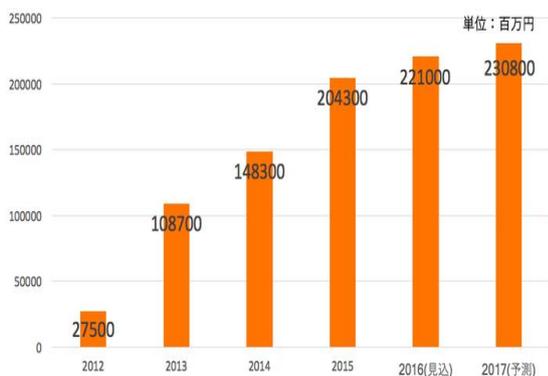
图 111: 1955-2020 年日本咖啡豆消费量

图 112: 1983-2020 年日本人咖啡饮用场所变化

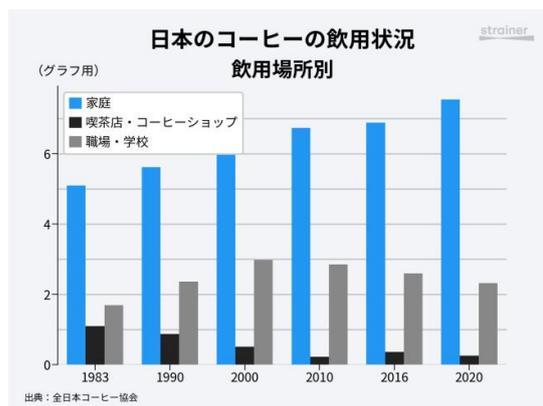


数据来源：日本财务省《贸易统计》，国信证券经济研究所整理

图 113: 2012-2015 年日本便利店咖啡销售额变化

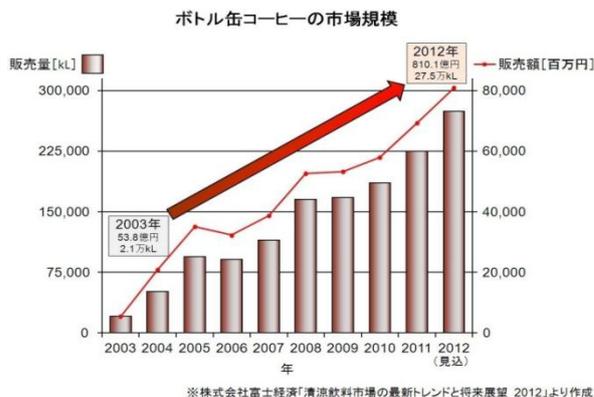


数据来源：buzzfeed，富士经济，国信证券经济研究所整理
注：单位为百万日元



资料来源：Strainer，国信证券经济研究所整理
注：自上而下为家庭、咖啡店、职场和学校

图 114: 2003-2012 年日本瓶装/灌装咖啡的销量和销售金额



数据来源：atpress，富士经济，国信证券经济研究所整理
注：左轴单位为 kL；右轴单位为百万日元

格局：错位竞争愈发明显，多元化发展满足个性化需求

1、集中度较高，CR4 为 82%。行业内非有效门店逐渐被淘汰，个人经营的店铺数量迅速减少。与此相反，头部咖啡连锁企业通过扩张门店数量提高了市场份额，迎来了营收的稳定增长，开始成为行业的主导力量，引领着整个行业朝着标准化和连锁化方向发展。1990-2019 年，日本连锁咖啡店市场规模复合年增速约 8%。动因来看，咖啡店行业进入存量竞争时代，供应链标准化（中央厨房普及、冷链物流发展）、规模经济带来采购优势，共同助力连锁咖啡店扩张。

图 115: 1983-2022 年日本连锁咖啡店市场规模

图 116: 1983-2022 年日本连锁咖啡店门店数



数据来源：日本特许经营协会，国信证券经济研究所整理
注：单位为亿日元

资料来源：日本特许经营协会，国信证券经济研究所整理

2、百花齐放，星巴克、Doutor 和 Komeda 三国鼎立。日本连锁咖啡店主要分为自助式咖啡店和全方位服务咖啡馆，自助咖啡店周转率高、工作团队配置相对精简、展店弹性高，客单价范围广泛，主要客群以上班族为主；相较之下，全方位咖啡馆周转率高，客单价相对较高，主要服务对象为家庭、老年人、家庭主妇为主。

表 10：日本咖啡行业主要玩家基本情况介绍

咖啡店类型	客单价	门店总数	平均销售额（每家门店）	品牌名	公司	销售额份额	门店数份额	经营模式（加盟门店占比）
自助服务	低于 400 日元	1700	4320 万日元	Doutor Coffee	Doutor	73%	64%	加盟为主（76%）
	高于 400 日元	3730	8340 万日元	星巴克	星巴克	61%	46%	直营为主（8%）
全方位服务	350 日元以上	55200	1240 万日元	Komeda	Komeda	11%	2%	加盟为主（95%）

数据来源：公司官网，中京研究室，国信证券经济研究所整理

注：1) 门店总数/平均销售额/销售额份额/门店数份额按照 2021 年数据；2) 加盟比例为各公司最新数据

3、竞争格局演变轨迹：连锁自助咖啡店兴起→餐饮品牌跨足、便利店咖啡崛起→全方位服务式咖啡店卷土重来

1) 1980-2000：连锁自助咖啡店兴起，价格错位竞争。随着廉价自助咖啡店 Doutor（1980 年）和主打“第三空间”和“女性友好”的精品咖啡星巴克（1996 年）的相继开业，连锁化的自助咖啡店逐渐取代传统私人全方位服务咖啡店的地位。**连锁自助咖啡店成为日本咖啡店行业的主流业态。**

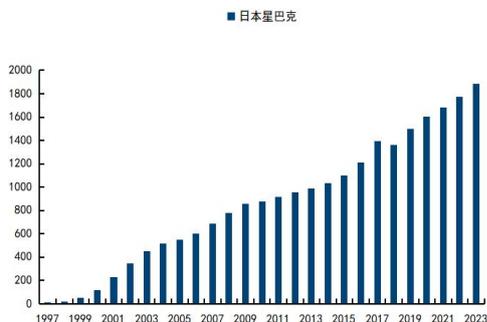
2) 2000-2013：超商跨足，加剧竞争。2008 年，麦当劳迅速扩展了菜单，推出主打 100 日元咖啡，并于 2009 年推出了“McCafe”。与此同时，家庭餐厅如 Gusto 和 Denny's 为了迎合白天以家庭主妇为中心的需求，扩大了甜品菜单并提高了咖啡品质。2013 年，便利店如 7-11、罗森和全家开始增设咖啡销售，成为咖啡的主要销售渠道。

3) 2013 年-至今：迎合老年人需求，全方位服务咖啡店再度崛起。近年来，全方位服务咖啡店 Komeda 通过选址居民区，以营造舒适惬意的环境，满足老年人休闲需求而扩张迅速。同时，具有独立个性化概念的咖啡馆，也越来越受欢迎。

4、经营模式：不同定位经营模式不同，多数以加盟为主。2022 年咖啡店门店数排名前十的连锁咖啡店中，有 7 家为特许经营。高端品牌如星巴克和圣马克重视品牌形象，以直营经营为主，以提供高品质消费体验和输出品牌文化为主要目标。

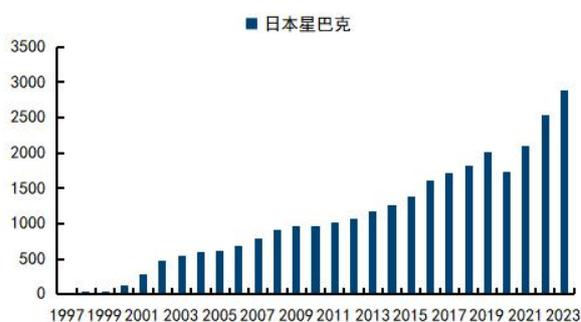
相比之下，而像 Doutor 和 Komeda 这样的大多数咖啡店品牌在品牌势能上存在不足，通过加盟模式实现门店加密扩张，从而快速占领消费者心智和市场份额。

图 117: 1997-2023 年日本星巴克门店数变化



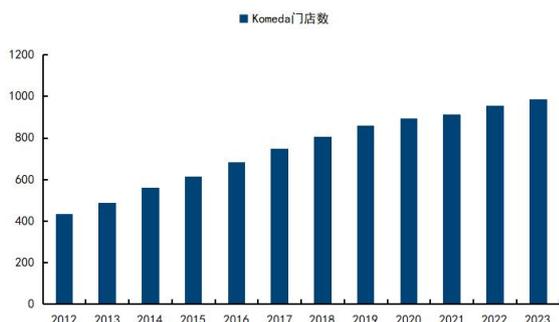
数据来源: 星巴克官网, 国信证券经济研究所整理

图 118: 1997-2023 年日本星巴克销售额变化 (单位: 亿日元)



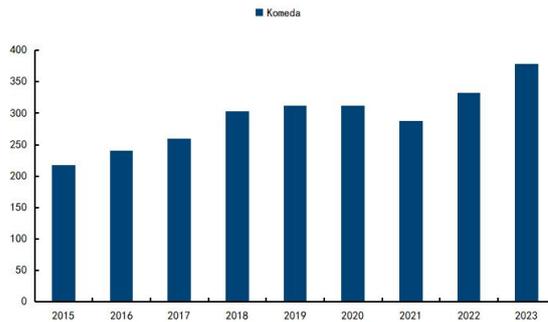
数据来源: Capital IQ, 世界咖啡信息网站, 国信证券经济研究所整理

图 119: 2012-2023 年 Komeda 门店数变化



数据来源: Komeda 官网, 国信证券经济研究所整理

图 120: 2015-2023 年 Komeda 销售额变化 (单位: 亿日元)



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

Doutor: 日本第二大连锁咖啡店、资本市场表现较疲软

我们认为,在日本咖啡店行业中,没有绝对的产品壁垒,也没有绝对的价格壁垒。深入挖掘消费者需求、精心打造品牌势能,才是咖啡店行业最深厚的护城河。

Doutor 始创于 1962 年,最初专注于咖啡豆批发业务。1980 年,公司开设了日本第一家自助式咖啡店,迅速风靡全国并长期领先于同业。2000 年,公司在东京证券交易所第一部上市,2008 年,与 Japan Restaurant System 进行了业务整合,共同成立了合资公司。目前,Doutor 的门店规模和销售额仅次于日本星巴克,是日本第二大连锁咖啡店。公司主要采取加盟模式进行经营,截至 2024 年 3 月底,Doutor 共实现营收和业绩 1269/34 亿日元,拥有 1271 家门店(海外门店仅有 1 家),加盟比例达 67%。在资本市场表现上,Doutor 表现弱于竞争对手,市值分别于 2010 年/2019 年被日本星巴克和 Komeda 所超越。截至 2024 年 3 月 15 日,Doutor 市值仅为 46 亿人民币,PE TTM 为 17 倍;同期 Komeda 市值为 61 亿人民币,PE TTM 为 21 倍。值得注意的是,2015 年日本星巴克被其母公司美国星巴克通过要约收购实施了私有化,并从东京证券交易所退市。退市当日,日本星巴克的市值达 108 亿人民币,是同期 Doutor 市值的两倍(Doutor 市值为 53 亿人民币)。

图 121: 2002-2023 年日本 Doutor 门店数变化



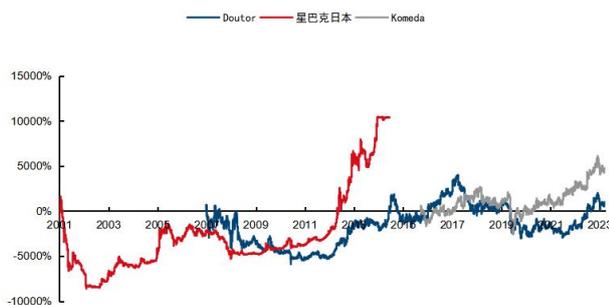
数据来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理
注: 门店数皆为 3 月底

图 122: 2008-2023 年日本 Doutor 营收和业绩情况



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理
注: 单位为亿日元

图 123: 2001-2023 年日本星巴克/Doutor/Komeda 股价走势



数据来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 124: 2011-2023 年日本星巴克/Doutor/Komeda 公司市值

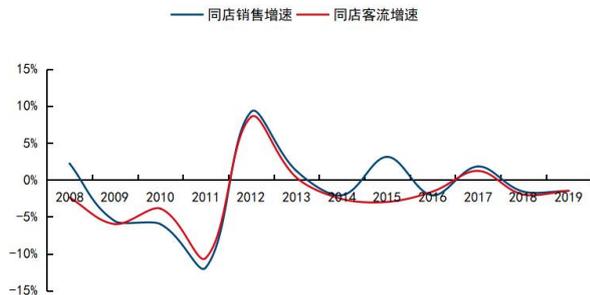


数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理
注: 单位为十亿日元

资本市场表现较疲软的核心原因: 成长受阻、经营承压。2008 年以来, Doutor 的经营陷入低迷状态, 同店客流和销售额持续下滑, 经营情况不如竞争对手星巴克和 Komeda。1) **门店: 2016 年 Doutor 门店规模被星巴克超越。**2008-2023 年, Doutor 门店规模由 1476 家下降至 1271 家, 年均减少 14 家门店; 同期日本星巴克门店数由 776 家上升至 1885 家, 年均增长 74 家门店。2) **营收: 2013 年 Doutor 总营收被星巴克超越。**2008-2023 年, Doutor 总营收由 1013 亿日元增至 1269 亿日元, CAGR 约为 1.5%; 同期日本星巴克总营收由 907 亿日元增至 2894 亿日元, CAGR 约为 8%。2015-2023 年, Komeda 总营收则由 217 亿日元增至 378 亿日元, CAGR 约为 7%。3) **盈利: Doutor 经营利润率最低。**2019 年, Doutor 的经营利润率约为 7%, 低于日本星巴克 8%、Komeda 25%。

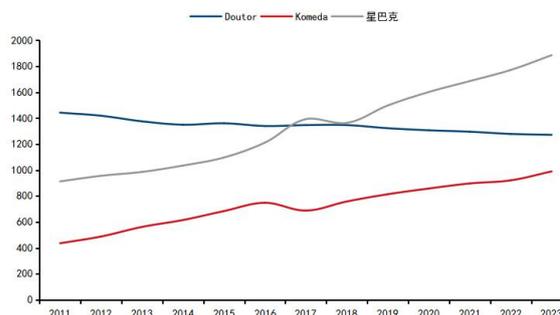
作为自助咖啡店业态领路者, Doutor 在 80 年代发起供给革命, 通过成本领先战略实现了咖啡店咖啡的平价化, 迅速在咖啡店行业中占据一席之地。但其未能充分发挥龙头地位, 建立起强大的品牌形象和客户忠诚度, 也未能及时捕捉消费者需求并推出新的业态和新的爆款产品。随着便利店业态的崛起, 丧失了最核心的价格竞争力, 公司在应对日益激烈的市场竞争时显得相对被动。

图 125: 2008-2019 年 Doutor 同店销售增速与同店客流增速



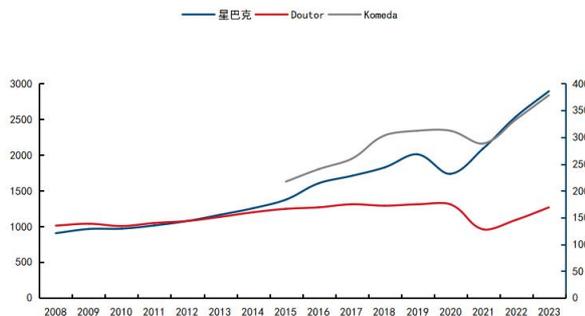
数据来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理
注: 皆以各年度 3 月底的数据为基准

图 126: 2011-2023 年 Doutor/Komeda/日本星巴克公司门店数



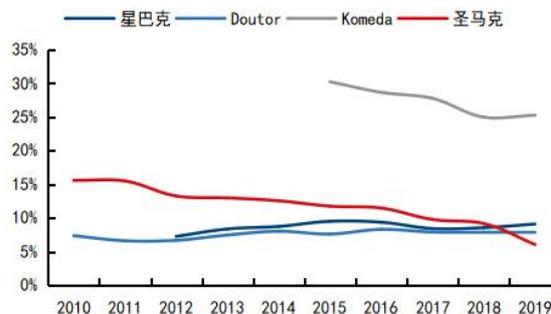
数据来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 127: 2008-2023 年日本星巴克/Douator/Komeda 销售额



数据来源: Capital IQ, 国信证券经济研究所整理
注: 单位指亿日元

图 128: 2010-2019 年日本星巴克/Douator/Komeda 营业利润率



数据来源: Biz Horizon, 各大公司官网, 国信证券经济研究所整理

1、成本领先战略发起供给革命, Douator 迅速崛起。

成本领先、效率先行。首先, 公司开创小店模式 (第一家门店面积仅 9 平米), 实现自助点单即拿即取, 节省了租金成本。其次, 公司还研发了批量明火烘焙咖啡豆的机器, 彻底机械化提高了门店效率, 并降低了劳动力成本。最后, 公司在海外开设咖啡豆农场, 并建立了一个从世界 11 个国家购买优质咖啡豆的系统。通过这一举措, 实现了从咖啡豆采购到交付的全链条一体化, 有效地降低了成本。

2、品牌附加值不足、性价比优势丧失、消费者需求捕捉欠缺, 三因素推动 Douator 走向衰落。

品牌附加值不足, 客户粘性低。Douator 品牌缺乏护城河, 主要依赖上游咖啡豆品质来塑造品牌形象, 缺乏足够的品牌附加值。此外, 公司产品研发能力较弱, 缺乏成功的热门单品, 导致产品容易被竞争对手复制, 主力品牌面临老化压力。尽管公司于 1999 年推出了高品质连锁咖啡品牌 “Excelsior Cafe” 与星巴克展开竞争, 但该品牌的发展情况并不理想。截至 2024 年 3 月底, 该品牌仅拥有 128 家门店。

咖啡品质差异化小, 便利店崛起后优势尽失。Douator 原本以高性价比、优质咖啡豆为核心竞争力。但是随着其他玩家入局, 消费者需求日益多样化, Douator 可替代性越来越高。相较之下, 星巴克以其精品咖啡和独特的 “第三空间” 形象在满

足商务和社交需求方面更具竞争优势；其次，Doutor 菜单种类相对较为单一，在满足边吃边喝需求方面与家庭餐厅相比也略显不足。再次，Doutor 的小店模式在满足消费者舒适休闲需求方面也存在一定局限性。**最关键的是，便利店拥有供应链、门店渠道和商业模式等方面的优势，因此在定价和便捷性方面具有更强的竞争力。**

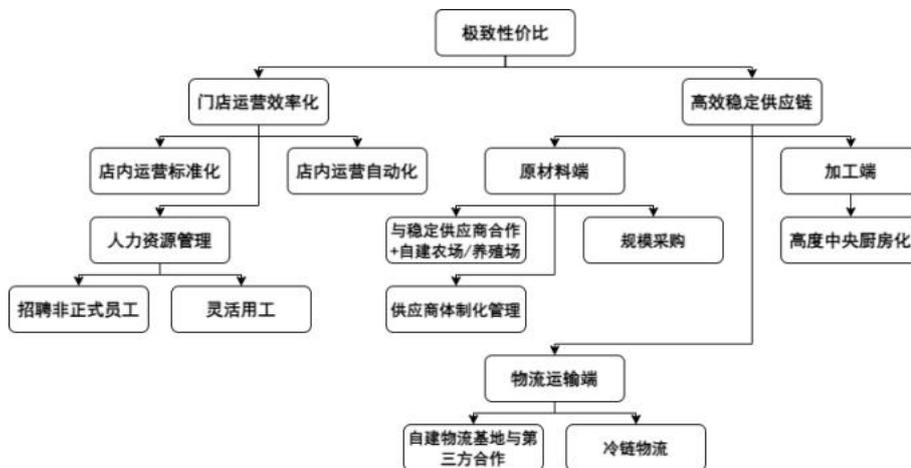
消费者需求捕捉力不够，错失先发优势。除了在 80 年代创立自助站式咖啡店业态之外，Doutor 并未展现出对消费者需求的敏锐洞察能力。随着便利店咖啡的兴起，消费者对连锁咖啡店的个性化、品质化和社交化提出了更高要求。然而，在 90 年代的精品咖啡浪潮以及近些年的全方位服务咖啡馆潮中，Doutor 一直扮演着跟随者的角色，缺乏足够的竞争力。

复盘日本餐饮行业，我们能得到什么启示？

启示一：泡沫经济崩溃后，日本餐饮企业如何突围？

我们认为，90 年代后日本餐饮行业中，产品极致性价比是企业取胜的法宝，而高效稳定的供应链和门店运营效率化是比拼的关键。在供应链方面，日本龙头餐饮企业往往从源头控制产业链+规模采购+供应商体制化管理、高度中央厨房化、构建成熟稳定的物流运输体系，以实现对各供应链环节的把控；在门店运营效率化上，日本龙头餐饮企业通常会采用招聘非正式员工和灵活用工、店内运营标准化、自动化三大策略。

图 129：日本餐饮企业突围逻辑



资料来源：公司官网，国信证券研究所整理

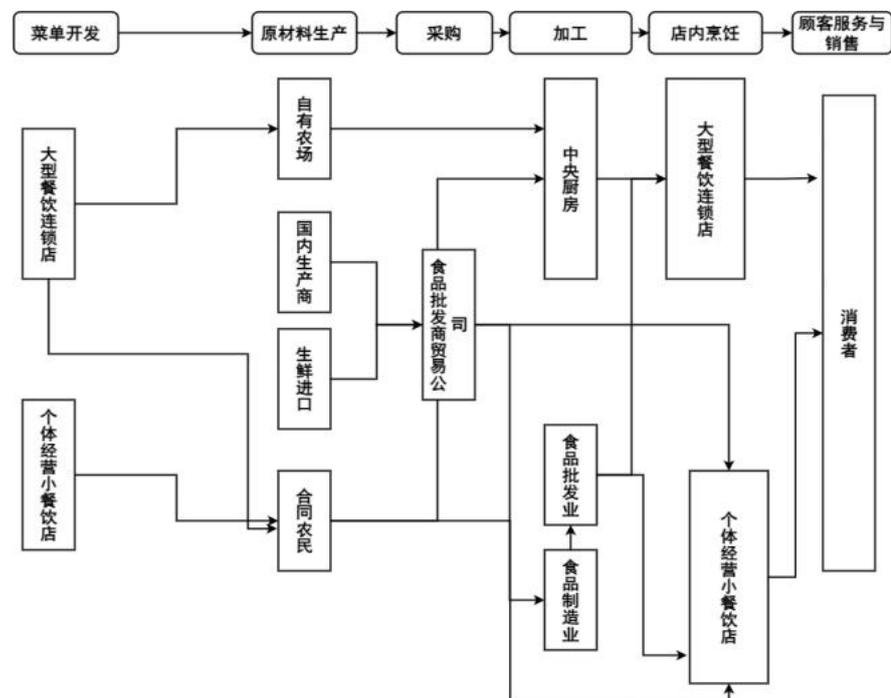
性价比趋势，“消费降级”为主线。前文，我们发现在牛丼饭、回转寿司、汉堡、家庭餐厅以及居酒屋行业中，企业间的竞争方式皆以低价竞争为主。值得注意的是，咖啡店业态的衰落主要原因是消费者追求性价比，转向消费其他更加便宜的咖啡业态。2) **得性价比者得天下，大市值企业都是主打低价连锁。**前文，我们分别深入分析了汉堡、牛丼饭、家庭餐厅、居酒屋行业集中化发展历程中龙头企业的突围之路。我们发现，这些成长为大市值的企业要么以品牌主打产品的极致性价比为特色，要么积极推出发展极具性价比的新品牌。与此同时，我们也对咖啡店龙头企业未能成为大市值企业的原因进行了深入剖析。根本原因在于，相比便利店咖啡等竞争对手，失去了性价比这一核心竞争力。

高效稳定的供应链和门店运营效率化，是支撑企业性价比的关键。

供应链彻底改革。经过前文分析，我们发现龙头企业都对从食材采购到烹饪服务的供应链彻底改革，建立了稳定高效的供应链。具体来看：

极致性价比是日本餐饮企业成就大市值的制胜之道。1) 行业的迭代过程以迎合性价比趋势，“消费降级”为主线。前文，我们发现在牛丼饭、回转寿司、汉堡、家庭餐厅以及居酒屋行业中，企业间的竞争方式皆以低价竞争为主。值得注意的是，咖啡店业态的衰落主要原因是消费者追求性价比，转向消费其他更加便宜的咖啡业态。2) 得性价比者得天下，大市值企业都是主打低价连锁。前文，我们分别深入分析了汉堡、牛丼饭、家庭餐厅、居酒屋行业集中化发展历程中龙头企业的突围之路。我们发现，这些成长为大市值的企业要么以品牌主打产品的极致性价比为特色，要么积极推出发展极具性价比的新品牌。与此同时，我们也对咖啡店龙头企业未能成为大市值企业的原因进行了深入剖析。根本原因在于，相比便利店咖啡等竞争对手，失去了性价比这一核心竞争力。

图 130: 日本餐饮企业供应链



资料来源：山田咨询集团，各大公司官网，国信证券研究所整理

1) 原材料端：与稳定供应商合作+自建农场/养殖场、规模采购，供应商一体化管理。由于日本国土面积有限，以及受到农协的保护，粮食价格一直居高不下。这些餐饮公司通常选择与海内外供应商合作，批量采购原材料；并自建农牧企业实现原料自产，以提高对上游食材把控能力，降低采购成本。此外，由于日本餐饮行业频繁出现食品安全问题，餐饮公司还会对供应商进行体制化管理，确保食材具有可追溯性和安全性。

2) 加工端：中央厨房统一处理食材。日本中央厨房普及较早，早在 1962 年就被引入餐饮业，70 年代开始在家庭餐厅行业推广，90 年代被居酒屋行业连锁企业普遍采用。牛丼饭和家庭餐厅行业的大连锁企业基本上都采用高度中央厨房化的模式，对食材进行统一加工，从而降低劳动力成本、节省厨房面积。值得注意的是，

日本部分连锁餐饮企业不采用中央厨房模式。例如，回转寿司行业的龙头企业寿司郎、居酒屋行业的鸟贵族以及乌冬面行业的丸龟制面，仍然采用店内烹饪的方式。不过，这些企业的店内烹饪自动化水平相对较高。

2) 物流运输端：自建物流基地与第三方建立稳定的合作关系。餐饮公司一般选择自建物流基地并与第三方建立稳定的合作关系，以确保门店原料及时、适度配送，从而优化配送效率、降低仓储成本。值得注意的是，日本冷链物流体系建设较早。90年代，日本就已经建立了完善的冷链流通保鲜体系。冷链物流的基础设施标准化、普及化程度较高，有效降低了餐饮企业的流通成本。

表 11：部分日本餐饮行业大市值公司供应链情况整理

公司	供应链	原材料端	加工	仓储、物流布局
泉盛	自建垂直一体化的供应链体系，由 9 个子分公司专门负责全流程	自采+集采结合，建立稳定供应商合作关系，体制化管理，确保所有食材可追溯支持全球批量采购，规模优势削减成本	自建 31 家加工厂处理食材	成立物流子公司优化和管理物流环节
	不同业态供应链流程及库存分配规则不同	基于店铺销售预测进行生产并购零售店，销售加工厂制作的半成品预制菜		自建 26 个配送中心+冷链物流体系
麦当劳	与第三方深度合作	与 250 家食材供应商建立稳定合作关系，供应商体制化管理		不同餐饮业态联合配送
		批量采购，规模优势削减成本		整体外包给第三方物流公司，集中管理整个供应链，涵盖从上游到下游的各个环节
云雀	自建垂直一体化供应链	40 个国家批量采购，规模优势削减成本	自建 10 个中央厨房统一处理食材	每天都会优化配送路线，确保在最短的时间内送达
		供应商体制化管理 供应商选择：根据《可持续采购管理细则》对供应商尽职调查 供应商监控和审计：定期对海内外所有供应商进行监控和审计，并按交易额对供应商进行分级		自建配送中心+与第三方合作相结合；自建冷链物流体系
萨莉亚	自建垂直一体化供应链	源头自采和定点种植相结合 批量采购，规模优势削减成本	自建中央加工厂	自建物流基地+冷链物流体系
Colowide	自建垂直一体化供应链，成立专门公司负责菜单开发、采购、制造和物流等后台运营。	自建种植基地和养殖基地，与供应商建立合作关系	自建加工厂	自建物流基地+与第三方建立稳定深度合作关系

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

人力资源管理、店内运营标准化、自动化，提高门店运营效率

日本龙头企业普遍通过增加兼职员工比例和灵活用工方式，压缩劳动力成本。随着人口老龄化加剧、劳动力成本上升，日本餐饮行业面临严重的劳动力短缺和劳动力成本高昂问题。基于此，日本餐饮行业的龙头企业通过积极招募以学生、家庭主妇和外国人群体为主的非正式员工节约用人成本。此外，餐饮龙头企业还通过使用灵活用工方式，降低劳动力成本并实现最大人效。

表 12: 部分日本餐饮行业大市值公司人力资源管理总结整理

公司	灵活用工	招聘非正式员工
泉盛	引入员工工作时间管理系统, 并根据门店繁忙情况和销售情况招聘/配备员工, 按小时计薪	成立专门负责招聘兼职员工的公司 Zensho Best Crew 进行大规模招聘
麦当劳	引入按月为单位的变形劳动时间制, 借助智能排班, 灵活应对淡旺季客流量变化	通过举办“兼职体验会”、提供“LINE 申请”以及利用“推特问题框”等多种方式招聘非正式员工(家庭主妇数量占总员工的 1/5)
云雀	引入月度变形劳动时间制; 工作日, 员工仅需工作 6 小时; 但在周六和周日, 工作时间分别延长至 8 或 10 小时; 特别招聘了一些接受区域调动的正式员工, 适应不同门店的客流变化	将兼职招聘部分业务委托第三方人才派遣公司, 大力招聘非正式员工, 薪资按分钟支付(非正式员工 2023 年占比 94%)
Colowide	引入灵活员工制度; 核心工作时长为 4 小时, 员工必须到岗; 其余则根据门店繁忙情况和员工实际情况规定轮班, 按小时计薪	招聘非正式员工

资料来源: 各大公司官网, 国信证券研究所整理

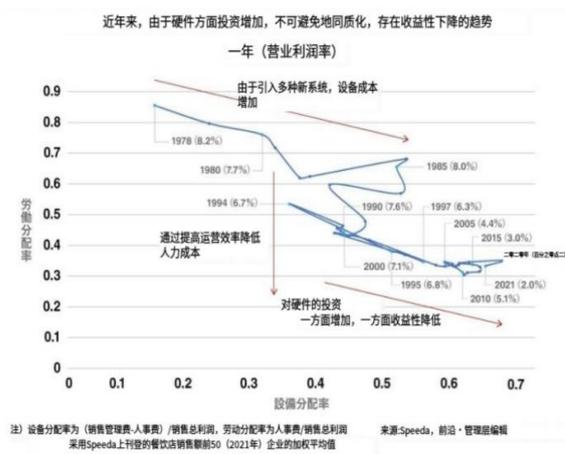
店内运营标准化和自动化, 实现费用的极致控制。在店内运营标准化方面, 以食其家和萨莉亚为代表的餐饮企业追求极致人效和时效, 通过操作手册化、优化工作流程等方式, 控制上菜时间, 提升员工生产率。在店内运营自动化方面, 以回转寿司行业的龙头企业为代表, 通常通过引入店内烹饪自动化以及信息化技术等技术手段, 减少人力依赖, 提升门店的运营效率。

图 131: 日本餐饮企业资本投入措施总结

	1980年以前	1990年-2000年代初	2000年代后期-至今
烹饪方式	1969年: 中央厨房 1980年左右: 全自动寿司握机器人	1995年: 开放式寿司输送机	2004年: 两点式烹饪系统
上菜	1984年: 带自动茶水机的寿司输送机	2000年: 自助服务	2021年: 服务机器人
点餐	1977年: 得来速 1981年: POS 系统	1990年左右: 配备在线系统的POS收银机	2020年左右: 手机订单
付款方式	1970年左右: 信用卡	1992年: 餐券	2015年: 二维码结账、自助结账系统

资料来源: frontier eyes online, 国信证券经济研究所整理

图 132: 1978-2021 年日本餐饮企业资本分配率上升

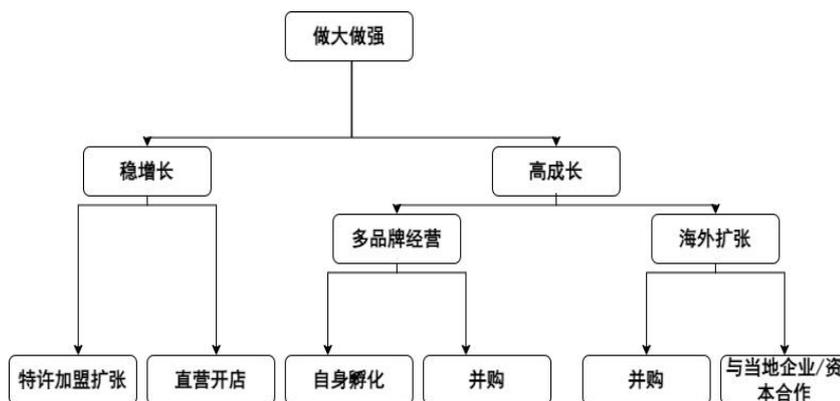


资料来源: Speeda, frontier eyes online, 国信证券经济研究所整理

启示二: 泡沫经济崩溃后, 日本餐饮企业如何成长为大市值企业?

我们认为, 泡沫经济破灭后, 日本餐饮企业逆势规模扩张的方式主要是通过加速开店以提高本土市场份额, 并通过多品牌经营或海外扩张等方式获得新的增长动能。

图133: 日本餐饮企业成长逻辑



资料来源: 各大公司官网, 国信证券研究所整理

稳增长: 模式选择考虑品类属性和发展战略, 加盟扩张必由之路

标准化程度高、单店模型易复制的品类连锁化程度高。比如, 汉堡业态和咖啡店业态的龙头餐饮企业大部分选用加盟模式扩张; 而家庭餐厅操作较复杂、回转寿司业态注重资金和技术投入, 龙头企业主要采用直营模式扩张。

国内需求有限, 加盟扩张可助力突破天花板。泉盛 (Zensho) 和 Colowide 在 90 年代主要通过直营模式扩张, 这主要源于当时公司门店规模较小。为了确保企业的稳健发展并保持对业务的更大控制, 公司选择了直营模式。然而, 近年来, 随着这些企业开始采用多品牌经营和海外扩张等方式寻求新的增长机遇。加盟模式具有较小的风险, 并且扩张速度较快, 可以帮助企业突破发展的瓶颈。因此, 这些市值较高的企业也逐渐将一些适合加盟的品类纳入加盟扩张的范畴。

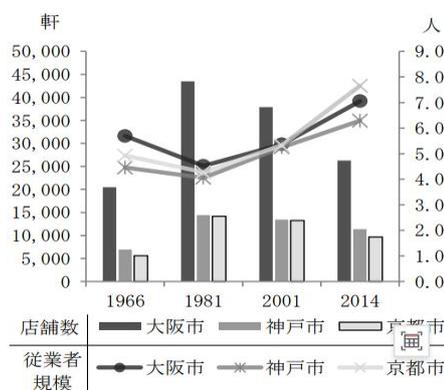
值得注意的是, 过度开店会导致区域内部竞争加剧, 进而导致单店模型弱化。90 年代, 麦当劳和云雀因为过度扩张而使得自有业务被蚕食, 产生了同店增速转负、门店亏损等一系列问题。

图134: 部分日本餐饮企业在泡沫经济破灭后的开店情况

业态	公司	开店情况	模式
汉堡	麦当劳	1993年-1999年, 净增2000家门店	直营, 后续陆续转为特许加盟经营
牛丼饭	泉盛 (Zensho)	2000年-2006年, 门店数年均增长273家	食其家品牌直营, 近些年发力加盟扩张 (2018年公司收购以特许加盟为主的美国外卖寿司品牌Advanced Fresh Concepts, 门店数量增加4329家)
家庭餐厅	云雀	1992年-2003年, Gusto品牌门店数净增1000家	直营为主
家庭餐厅	萨莉亚	1998年-2003年, 平均每年扩张100家门店	直营
居酒屋	Colowide	1999年-2007年, 年均增长112家门店	早期直营为主, 2013年后直营、加盟并举 (2012年公司收购以特许加盟为主的品牌Reins International, 门店数量增加1000+)
咖啡店	Doutor	1994年-2004年, 年均增长100家门店	特许加盟为主

资料来源: 各大公司官网, 国信证券经济研究所整理

图135: 京阪神首都圈三个中心城市的餐厅数量和员工规模



资料来源: 立命馆大学《2000年代以来餐饮业重组时期餐厅选址趋势研究》, 国信证券经济研究所整理

注: 餐馆数量减少, 但从业人数增加, 意味着连锁餐馆开店增加

高成长：多品牌经营、出海扩张

1、内生孵化或收并购新品牌，实现供应链优势、品类互补、风险分散三重目的

1) **食材统一，获取供应链优势。**通过多品牌经营，公司可以扩大规模，实现批量采购、仓储和物流等资源共享，有效降低公司的采购成本和运输成本等。以泉盛（Zensho）为例，食其家品牌主打的牛丼饭的食材是基本是米和牛肉。因此，公司早期则通过收购其他以大米和牛肉为主要食材的品牌，如牛排、牛肉汉堡、牛肉烤肉和寿司等提高采购端的议价能力。

2) **实现全时段、全年龄、多需求的覆盖，提高市场份额。**随着消费者需求不断迭代变化，外出就餐目的日益明确化，通过多品牌经营，公司可以适应消费者需求变化并且覆盖更多人群。以云雀为例，内生孵化多个不同风格、客单价和营业时间的家庭餐厅品牌，扩大了市场份额。

3) **风险分散，预防品牌老化。**通过多品牌经营，公司可以在原有品牌因流行趋势变化而老化时，通过其他品牌作为接力棒，保证公司的稳定经营。例如，居酒屋品牌 Colowide 通过收购受欢迎的大众休闲餐饮烤肉/涮涮锅品牌牛角、温野菜等，在居酒屋品牌客流下滑时，顺利完成品牌转换，实现新的增长。

2、国内形势不容乐观+海外前景广阔，驱动日本龙头餐饮企业出海。

表 13: 2021 年日本海外门店数前 10 名餐饮企业

序号	公司名称	2017 年门店数	2021 年门店数	增减
1	Duskin	4190	7296	3106
2	泉盛（Zensho）	252	4982	4730
3	吉野家	786	970	184
4	Toridoll	334	633	299
5	萨莉亚	345	420	75
6	摩斯汉堡	341	414	73
7	plenus	204	258	54
8	Colowide	140	227	87

资料来源：《日本餐饮企业进军中国的机遇与挑战》，国信证券经济研究所整理

1) **国内需求不足、供给压力大，出海是一种“被动”的选择。**从需求层面看，国内市场狭小且近乎饱和、长期通缩、人口减少以及未来预期不明朗等因素导致了国内有效需求的不足，餐饮企业客流量和客单价下滑压力较大；从供给层面看，人口红利消失导致餐饮企业用工贵和用工难问题严重；此外，本土都市圈人口经济高度集中导致餐饮企业缺乏下沉机会。在需求和供给双重驱动下，日本餐饮龙头企业只能通过出海寻找新市场，获取新的发展动力。

2) **国外高盈利、平衡利润、需求广阔，出海是一种积极主动的选择。**1) **踩中风口，高溢价+日元升值，盈利可观。**2000 后，中国经济增长腾飞、日本文化输出正盛。由于自带滤镜、填补市场空白，日式快餐往往能够获得更高的溢价。此外，中国劳动力成本和原材料成本较低，再叠加日元升值，日本餐饮企业在中国盈利可观。2) **拓展多元销售渠道，减轻因国内市场波动而导致的风险。**餐饮企业出海有助于企业减少对国内市场的依赖，平衡利润。以萨莉亚为例，萨莉亚尽管在日本国内受到疫情影响导致客流量下降，连续四年亏损，但其海外业务却表现卓越，为其业绩保持稳健增长提供了坚实支撑。3) **政策东风下，出海机会广阔。**2009 年左右，日本政府采取了一系列措施，如成立日本料理海外推广机构、设立出口国际局出口企划部，在全球范围内推广和培训日本料理及相关人才，积极支持餐饮业进行海外扩张。一系列组合拳下，日本料理在海外需求高涨。

供应链受制，日本连锁餐饮企业出海时间较其他行业稍晚。经过前文探讨，我们

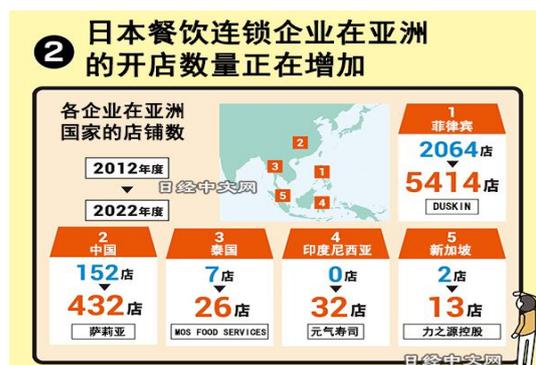
发现，日本主要餐饮企业的出海步伐相对较晚，这主要与海外供应链建设不够完善有关。除了少数品牌如吉野家、味千拉面和户屋在 2000 年之前就开始了海外扩张，大多数餐饮企业都是在 2000 年之后才开展海外市场的扩张计划。随着时间的推移，特别是在 2010 年之后，这一趋势进一步加速。根据日经中文网，截至 2023 年财年结算期，在东证 Prime 市场等上市的 10 家主要日本餐饮企业的海外店铺总数达到了 20473 家，与 2012 年度（4056 家）相比，增长了近 4 倍。

图 136: 10 家主要日本餐饮企业海外门店数



资料来源：日经中文网，国信证券经济研究所整理

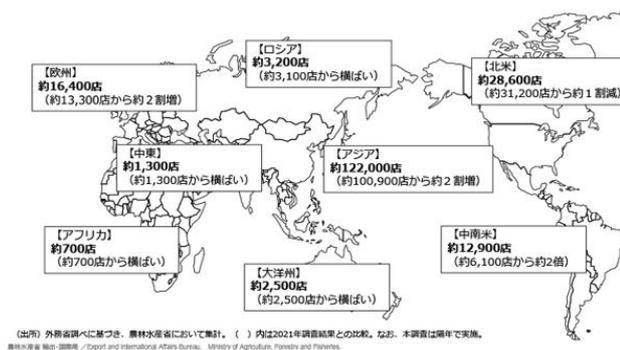
图 137: 主要日本餐饮企业亚洲门店数



资料来源：日经中文网，国信证券经济研究所整理

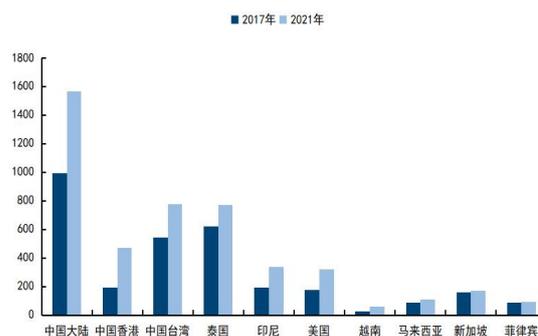
扩张地以亚洲为主，中国是重点。日本餐饮企业重点扩张地区通常为与日本口味相近的亚洲市场，尤其是中国市场。截至 2021 年 2 月，日本餐饮企业在中国的门店占比约为 34%。对于日本餐饮龙头企业而言，扩张策略通常有两种：一是先进军中国，然后逐步向韩国、中国台湾、中国香港等地推进，并配合进军东南亚市场；另一种则是先在中国台湾、中国香港、东南亚等地开拓市场，然后再进军市场规模更大的中国市场。

图 138: 2020 年日本各地区餐饮企业门店数



资料来源：农林水产省《海外日本料理店大致数量（2020 年）》，国信证券经济研究所整理

图 139: 2017 年 VS 2021 年日本餐饮企业在海外门店数分布



资料来源：《日本餐饮业进军亚洲市场的现状与挑战》，国信证券经济研究所整理

注 1) 2021 年的数字表示截至 2021 年 2 月的新店开业数量。该表按增加的降序排列；2) 不包括未按国家披露门店数量的公司，例如泉盛 Zensho 在美国、加拿大和澳大利亚拥有约 4,000 家门店、Duskin 的门店

海外扩张之路，本土化系关键，而收购当地企业或与当地企业/资本建立合作关系是法宝。经过前文分析，日本餐饮企业在海外的扩张之路并非一帆风顺，水土不服是关键要素。食其家和萨莉亚表现亮眼，很大一部分原因在于在定价、口味、供应链等方面做到了本土化。与此同时，我们也注意到，通过收购当地企业或与当地企业/资本合作（业务合作/成立合资公司/特许加盟），可以有效地实现本土

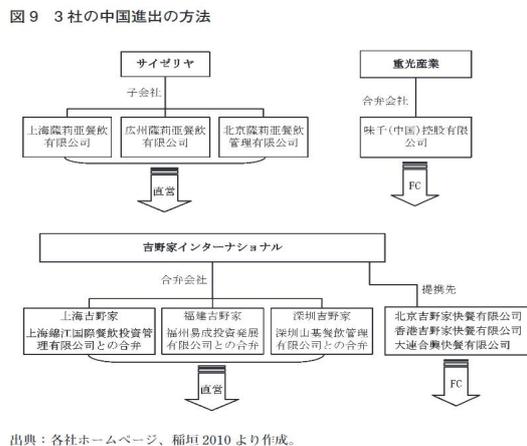
化。这种策略不仅能够更好地满足当地消费者的需求，还能提高企业在当地市场的竞争力。

图 140: 泉盛、萨莉亚在中国扩张的举措

	定价本土化	口味本土化	供应链本土化	海外扩张方式
Zensho	2021年牛丼饭价格: 小碗14元, 中碗16元, 大碗22元, 巨大碗36元	定制菜单如鱼香茄子牛丼、炸鸡块套餐、麻婆豆腐牛丼等; 季节性新品	与中国供应链公司鲜生活合作, 由其定制仓配一体服务方案, 开设线路871条, 配送城市454个与在华日资企业以及大型外资餐饮连锁企业合作, 批量采购食材	直营输出食其家品牌+收并购海外本土公司如英国寿司连锁SnowFox Topco
萨莉亚	2024年价格: 肉酱意面18元, 芝士肉酱焗饭22元, 蒜香黄油炒手心9元	定制菜单如榴莲披萨等; 定期推新	与中国供应链公司鲜生活合作, 由其定制仓配一体服务方案, 开设线路871条, 配送城市454个与在华日资企业以及大型外资餐饮连锁企业合作, 批量采购食材	直营输出萨莉亚品牌

资料来源: 美团外卖 APP, 网易新闻 APP, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 141: 萨莉亚、味千拉面、吉野家在中国扩张的方式



出典: 各社ホームページ、稲垣 2010 より作成。

资料来源: 《日本餐饮企业进军中国的机遇与挑战》, 国信证券经济研究所整理

注: 萨莉亚设立全资子公司; 味千拉面授权上海合晓开展加盟业务; 吉野家成立合资公司直营扩张+授权合兴集团开展加盟业务

启示三: 对标日本, 中国连锁餐饮行业前景如何?

对标日本, 我们认为, 中国连锁餐饮行业发展空间广阔, 增长动力更强; 而具备高效稳定供应链、有降本增效能力的连锁餐饮企业最有望在行业集中化进程中逆势而上, 做大做强。

表 14: 日本消费社会的四个阶段及其特征

时代划分	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会	时代划分
年份	1912-1941	1945-1974	1975-2004	2005-2034	年份
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少	人口
出生率	5%	5%→2%	2%→(1.3%-1.4%)	1.3%-1.4%	出生率
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%	老年人比率
国民价值观	整体重视国家	重视家庭、社会	私有主义, 重视个人	趋于共享, 重视社会	国民价值观
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向	消费取向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆私家车 每人一辆私家车 每人数辆私家车	联系 几人一辆私家车 汽车分享 住宅分享	消费主题
消费承担者	中等阶级家庭时尚男女	小家庭 家庭妇女	单身者 啃老族	所有年龄层里单一化的个人	消费承担者

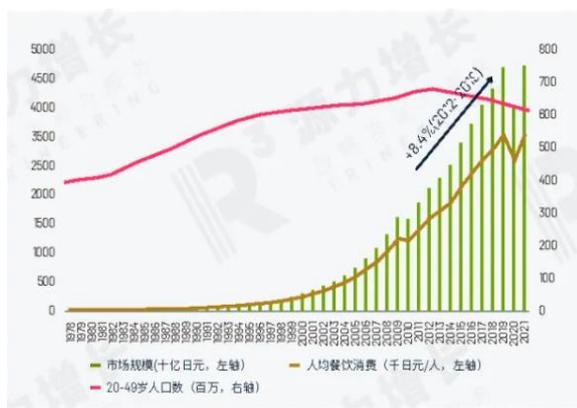
资料来源: 三浦展《第四消费时代》, 国信证券经济研究所整理

行业层面：中国连锁餐饮行业发展空间广阔，增长动力更强。90年代后，日本餐饮行业进入存量时代，但是众多连锁企业通过提高门店运营效率、优化供应链实现逆势成长。与日本相比，我国在经济环境、人口结构、城镇化发展等方面有着相似之处，但同时，我国在消费者外出就餐习惯培养、下沉市场机会等方面上，发展机遇和潜力更高。

1、需求端角度：人均餐饮消费有望提升+下沉市场空间大。

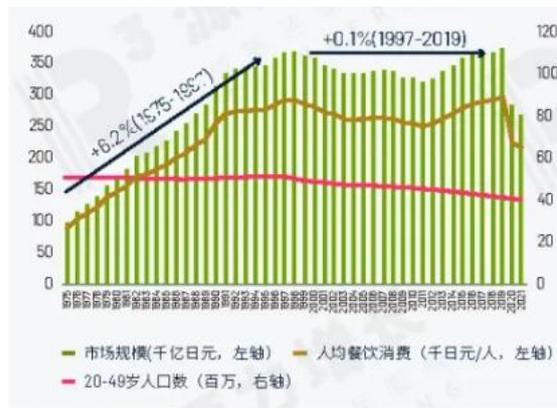
人均餐饮消费有望提升。2022年，中国人均GDP仅相当于日本1990年水平的37%，2023年中国人均餐饮消费支出也仅达到日本1990年水平的21%。根据雀巢专业餐饮与欧睿国际的中式餐饮趋势调研显示，针对3000名目标消费者，超过半数消费者（54%）认同2023年在外就餐比例比2022年有所增加，尤其是在工作日。（根据雀巢专业餐饮与欧睿国际进行的中式餐饮趋势调研，超过半数的消费者（54%）认为，相较于2022年，他们在2023年的外卖频率有所增加，特别是在工作日。）随着城镇化率的提高和城镇居民人均可支配收入的增加，预计中国人均餐饮消费支出有望进一步提升。

图142：1978-2021年中国餐饮行业市场规模与人均餐饮消费水平（十亿日元，千日元/人）



数据来源：源力增长官方微信，国信证券经济研究所整理

图143：1978-2021年日本餐饮行业市场规模与人均餐饮消费水平（千亿日元，千日元/人）



资料来源：源力增长官方微信，国信证券经济研究所整理

下沉市场空间大。与经济体量和人口高度集中于都市圈，且在90年代后出现人口回流都市的日本不同，中国的经济体量和人口分布更为分散，主要聚集在三线以下城市，约占总人口的70%。此外，随着“小镇青年”回乡就业的比例提升，三四线城市人口回流。因此，在中国庞大的人口规模的下沉市场中，潜藏巨大消费市场机遇。

3、供给端角度：冷链物流快速发展、中央厨房普及以及供应链的数字化升级为餐饮企业的连锁化和规模化提供了有力支持。据中物联冷链物流专委会统计，冷链相关物流基础设施正处于迅速增长阶段。2023年，冷藏车保有量和冷库总量预计达到43.1万辆/2.28亿立方，同比增长12.8%/8.3%。同时，根据艾瑞咨询，我国的中央厨房市场规模在2021年已达到150亿元，6年的复合年增速达20%；头部餐饮品牌在供应链数字化渗透率上已经达到60%。这些趋势将进一步助力连锁餐饮企业发展发展和成长。

企业层面：具备高效稳定供应链、有降本增效能力的餐饮企业成长的潜力大。回顾前文对日本餐饮行业的深入分析，经济增速降档、就业环境恶化、居民可支配收入增速减缓以及少子老龄化等因素共同推动了日本居民消费趋势性价比化，进而进而主导了整个餐饮行业的发展格局，催生主打性价比的平价连锁餐饮企业崛起。如今，随着我国目前经济增速放缓、人口老龄化加速，消费者日趋理性和务实，餐饮消费开始追求极致性价比。根据红餐产业研究院，餐饮业消费目前已经显现出第四消费时代的一些特征，消费者的朴素、实用意识正在引领社会的新消费潮流。基于此，在这个追求物超所值的时代，能够满足消费者对于“高级的便宜”的追求的企业将会脱颖而出。又正如前文启示一所探讨的结论，供应链越高效、越能提高门店前端运营效率的企业，越有可能生产出高性价比的产品。因此，对于企业而言，不断优化供应链，提高门店运营效率，推出有性价比的产品将是脱颖而出的关键。

投资建议

他山之石，可以攻玉。复盘日本 90 年代泡沫经济破裂到目前的 30 多年的餐饮行业的发展历程，可以给我们提供很多有益的启示。当然我们再次强调，中国目前所处经济发展阶段与日本 90 年代还很不同，人口规模、城乡/区域/民族差异等也都有明显区别，因此我们依然非常看好中国餐饮行业未来广阔的潜在空间。但随着过往粗放型发展阶段告一段落，未来企业会越来越注重基本功的修炼，以及通过多元化的途径积极寻求第二、第三增长曲线。

目前中国餐饮、茶饮、咖啡酒馆行业的上市公司越来越多。根据前文，我们通过复盘日本细分赛道龙头的发展得失，会发现优秀企业一方面会通过强化精细化管理，建立高效稳定的供应链和提升门店运营效能，打造更具性价比的产品力；另一方面会通过直营/加盟等因地制宜的模式加速门店扩张，不论是下沉还是出海，提高规模效益，打造更多的增长极。综上所述，就我们跟踪覆盖的标的，我们依然最看好供应链优势突出、困境革新能力强、经营上不断证明自己的海底捞，以及民企机制优良、细分赛道卡位有特色、同时不断打磨新的增长曲线的同庆楼；其次看好紧抓年轻人消费习性、品牌打造能力强、不断完善餐饮供应链的九毛九，以及区域品牌势能强、积极全国扩张、业绩经营稳健的广州酒家；建议关注模式不断优化，经营上存在拐点预期的海伦司、奈雪的茶等。

表 15: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E	
9922.HK	九毛九	4.33	62.25	0.03	0.32	0.43	0.53	0.65	144.44	13.54	10.08	8.18	6.67	买入
6862.HK	海底捞	14.68	818.44	0.29	0.81	0.93	1.03	1.14	50.63	18.13	15.79	14.26	12.88	买入
9869.HK	海伦司	2.50	31.67	-1.26	0.25	0.32	0.42	0.29	-	10.01	7.82	5.96	-	买入
2150.HK	奈雪的茶	2.08	35.66	-0.27	0.01	0.06	0.14	0.21	-	207.92	34.65	14.85	9.90	增持
605108.SH	同庆楼	30.79	80.05	0.36	1.14	1.45	1.89	-	85.53	27.01	21.23	16.29	-	买入
603043.SH	广州酒家	18.24	103.74	0.92	0.97	1.08	1.23	1.38	19.83	18.80	16.89	14.83	13.22	买入

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

一、宏观经济、战争等系统性风险：当前宏观形势尚存在扰动，俄罗斯/乌克兰地区门店存在因战争而导致的大规模关店；通货膨胀持续，致使食材成本、供应链成本、人工成本高企，餐饮品牌运营压力增大。

二、新店开出效果低于预期：受疫情反复及行业竞争加剧等影响，餐饮品牌新开门店营收规模、翻台率可能会出现不同程度的下滑，进而影响整体的开店规划。若疫情大范围反复或持续阶段反复，且公司在下沉市场扩张遇到较大阻力后，可能整体开店节奏会低于预期。

三、行业竞争加剧：目前来看，餐饮行业新进壁垒较低，随着新入品牌数量增多，客流分流影响下可能会影响餐饮品牌盈利能力。此外，行业竞争激烈的情况下，餐饮品牌未来广告营销费用投入可能大幅高于预期，后续获客成本持续高于预期。

四、食品安全风险：食品安全是餐饮品牌持续、稳定发展的第一要义，恶性食品安全问题会对品牌造成沉重打击，一旦出现安全事件，则需要很长的恢复周期或从此一蹶不振，故需时刻关注品牌食品安全动向。

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032