

餐饮行业研究框架

分析师: 叶思嘉

分析师: 赵中平

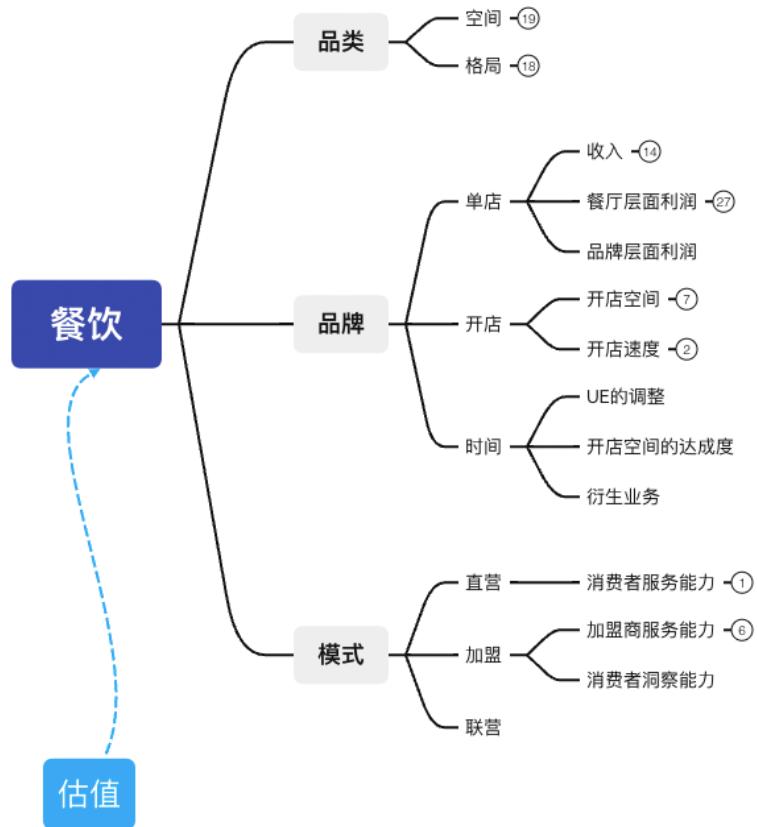
执业编号: S1130523080001

执业编号: S1130524050003

2025/3/28



餐饮行业研究框架概览



主要观点

- **品类：首选“长周期连锁餐饮”。**中国餐饮市场超过5万亿，2015~2019CAGR 9.4%，24年同比增速5.4%，长期来看，家庭单元小型化、生活节奏加快、休闲享受需求增加，以及供给端物流仓储基础设施的完备均为外食率继续提升奠定基础。但餐饮菜式+服务类型叠加后细分品类众多，二级市场投资主要关心能资本化的连锁餐饮，我们提出“长周期连锁餐饮=大空间+高标准化+高普适度&复购度”的筛选公式。
- **品牌：寻找单店*开店*时间的更优解。**我们理解的餐饮品牌包含单店、开店、时间三方面，对经营者而言，单店意味着理想UE，追求更高的收入、更低的成本来达成相对可观的餐厅层面利润；开店意味着努力通过门店数量的提升规模效应、强化招牌效应，合理的目标+有序的节奏是关键；时间可能是朋友（如老字号品牌壁垒，抢占有限的点位形成先发优势，餐饮品牌赋能食品、酒店等其他业务），也可能是敌人，因为目标客群偏好的变化、生活方式的变化等面临品牌势能下降，UE可能偏离最初设定、开店空间可能无法最终达成，需要动态调优来应对。
- **模式：直营与加盟之辨，无绝对优劣，适合最重要。**直营与加盟从财务表现上更多体现为“弹性”和“稳健性”，从运营角度看各有优劣势。从适合品牌看，直营更适合客单价偏高、服务/后厨操作复杂度较高的品牌，加盟则更适合客单价偏低、操作复杂度更低、店型更多元的品牌；但品类或品牌定位并非模式选择的决定因素，还取决于品牌公司本身的基因、管理半径和发展节奏，如肯德基、星巴克在进入中国后采用了部分联营或特许经营门店，在对中国市场逐渐熟悉后部分转为直营。与直营不同，加盟实际做的是“S2B2C”的事，除洞察消费者需求，还在于服务加盟商的能力，其中我们认为品牌力（来自于消费者洞察能力和加盟拓展的动态积累）和供应链（稳定的品质和成本规模优势）是核心赚取能力，研发培训及管理能力则是让赚钱更持续的能力。
- **估值：给生意、阶段、管理定价。**长期看，餐饮品牌价值= $\frac{\text{成熟期单店净利润} * \text{开店空间} * \text{成熟期估值}}{(1 + \text{折现率})^{\text{达成时间}}}$ ，过去投资餐饮公司（尤其是中式餐饮）主要赚取把握快速成长阶段的钱。

目录

01

品类：首选“长周期连锁餐饮”

02

品牌：寻找单店*开店*时间的更优解

03

模式：直营与加盟之辨

04

估值：给生意、阶段、管理定价

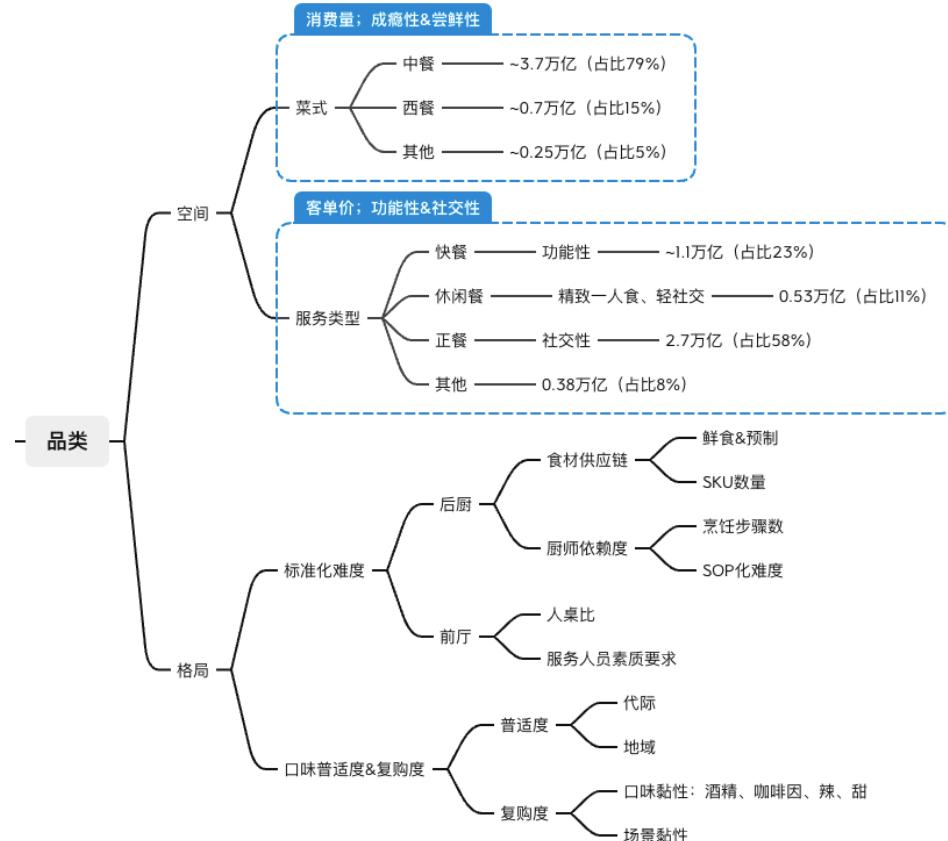
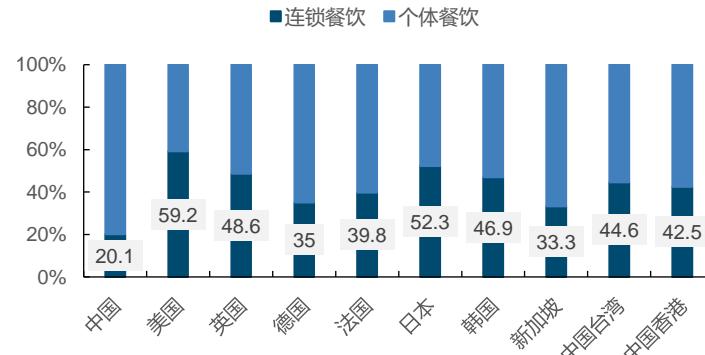


01 品类：首选“长周期连锁餐饮”

1、品类：选择比努力更重要，首选“长周期连锁”，即大空间+高标准化+高普适度&复购度

- 中国餐饮市场超过4万亿（19/24年餐饮社零分别4.67/5.57万亿元），2015~2019CAGR 9.4%，24年同比增速5.4%。长期来看，家庭单元小型化、生活节奏加快、休闲享受需求增加，以及供给端物流仓储基础设施的完备均为外食率继续提升奠定基础。但餐饮不存在“万能公式”，菜式+服务类型叠加后细分品类众多，二级市场投资主要关心能资本化的连锁餐饮。
- 连锁餐饮=大空间+高标准化潜力**，空间很重要但标准化潜力或许更关键
- 长周期连锁餐饮=大空间+高标准化+高普适度&复购度**，做大规模不易、做长时间更难

对比发达国家/地区，中国餐饮连锁化率仍有较大提升空间（2024）



资料来源：国家统计局，欧睿，弗若斯特沙利文，国金证券研究所；注：思维导图中数据为2019年（考虑公共卫生事件影响）

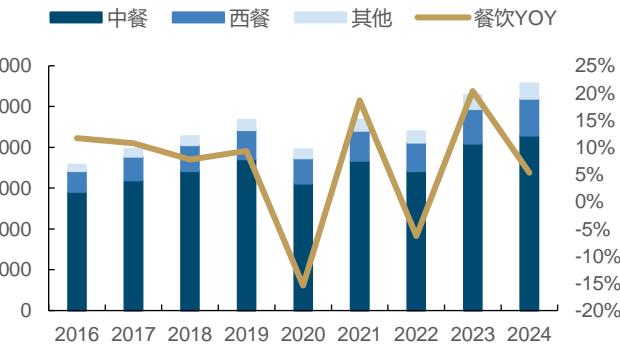
1.1 空间：菜式结构相对稳定，服务模式结构或有较大变化

- 菜式看，预计中餐在中国餐饮市场中占比约77%（按24年约4.3亿），西餐约16%（按24年约9065亿），其他（如韩国菜/日本菜/墨西哥菜等）占比7%。中餐中占比超过10%的为火锅、川菜，规模在4000亿+级别，主要源于川渝地区人口基数及“辣”的大众化程度高；占比超5%的为粤菜、江浙菜、湘菜，主要源于对应发源地人口基数大、人口流动性高、经济发展程度更高。我们认为，人口、口味为慢变量，对大部分菜式（除咖啡等渗透率快速提升品类）而言增速基本和大盘同步，存量占比基本已框定了菜式空间。

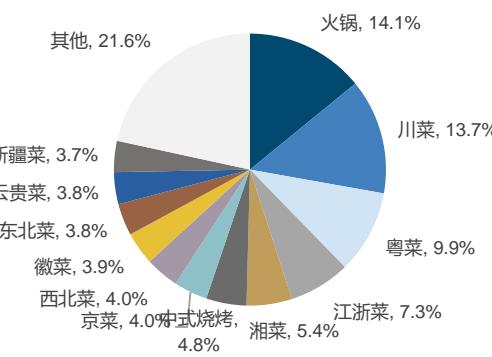
- 服务模式看，按销售额算，沙利文口径中国正式餐厅占比约56%，欧睿口径全服务餐厅占比约71%，显著高于大部分样本发达国家/地区的低于50%。我们认为，国内正餐/全服务类占比高主要源于过去更局限于“重社交场景”，目前外食仍处于休闲化、功能化过程，有限服务、咖啡酒馆或有更好边际增速表现。

资料来源：国家统计局，欧睿，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

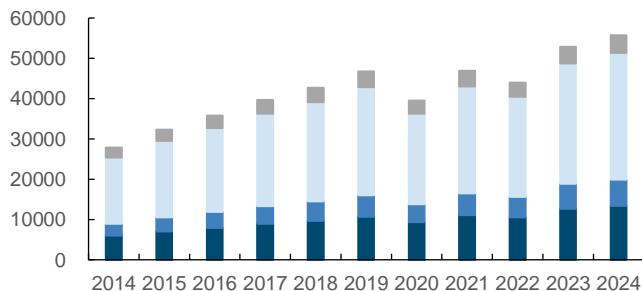
中国餐饮市场规模（按菜式，亿元）



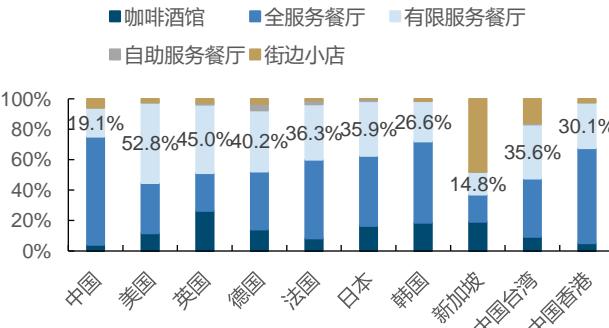
中国中餐细分市场占比



中国餐饮市场规模（按服务模式，亿元）

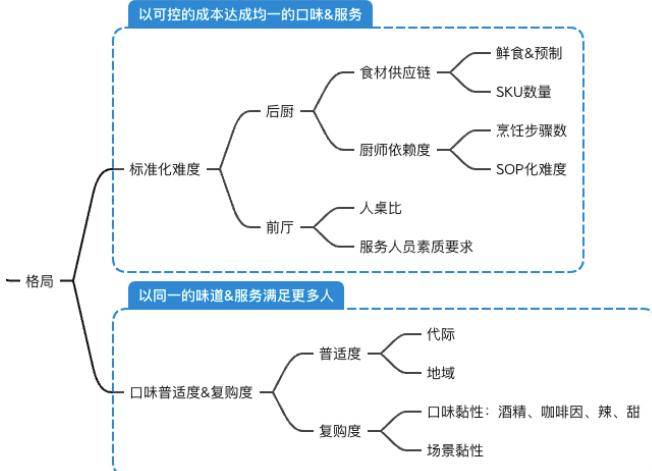


各国家/地区餐饮结构对比（按销售额，2024）

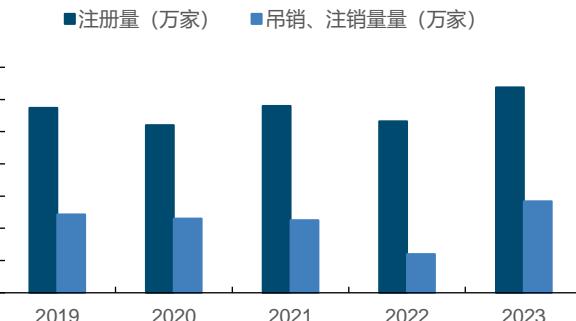


1.2 格局：需求喜新厌旧、供给新增门槛低，行业天然分散，集中度提升在于口味普适度&复购度、标准化程度

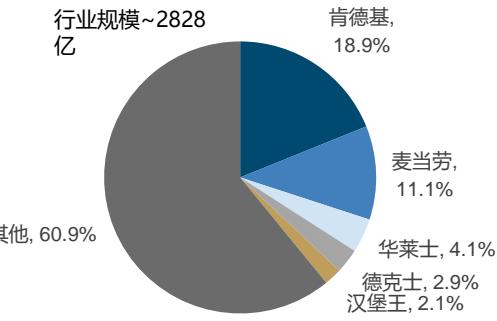
- 与酒店业差异，需求端个体偏好差异更大且对多数品类容易喜新厌旧，供给端新增供给门槛较低（特许经营连锁小店开店成本一般在几十万、休闲餐直营店前期投资一般在百万级别，VS 经济型酒店前期投资在500万+、中档多数在千万级别），行业天然较分散。
- 由于人工依赖度高，规模未必产生正向效应，供给端能以“可控的成本提供均一产品&服务”为诞生规模连锁的必要条件，口味的地域、代际高普适性，天然有一定成瘾黏性又提高了诞生能全国化、穿越周期的连锁的成功概率。



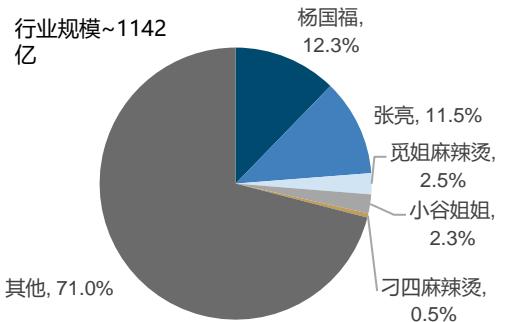
2019年以来餐饮新增、关闭企业双高 (万家)



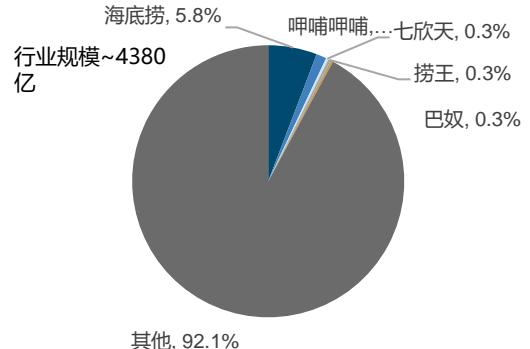
中国西式快餐行业CR5约39% (2021)



中国麻辣烫市场CR5约29% (2020)



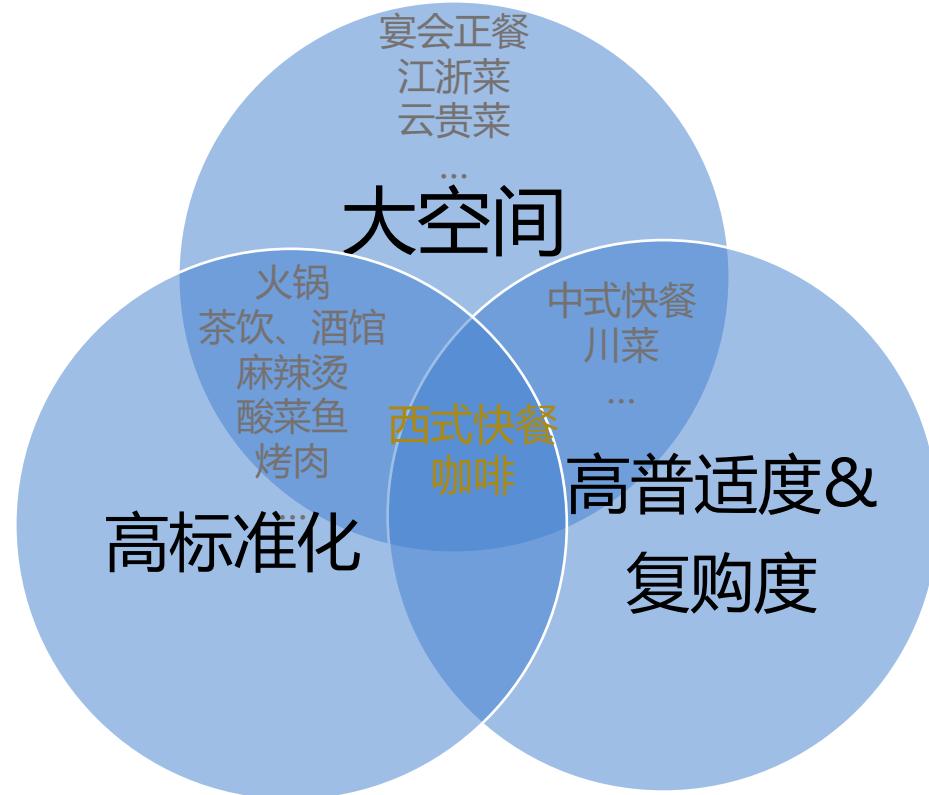
中国火锅市场CR5约8% (2020)



资料来源：红餐网，企查查，欧睿,弗若斯特沙利文，国金证券研究所；注：市占率计算按系统销售额，其中麻辣烫按加盟店毛利率35%推算得到。

1.3、三大标准划分品类

- 我们按照“长周期连锁餐饮=大空间+高标准化+高普适度&复购度”的公式对部分餐饮品类进行划分，大空间+高标准化的品类如西式快餐、火锅、酸菜鱼、麻辣烫等已诞生体量较大连锁品牌，其中部分已上市，增加高普适度&复购度标准后，西式快餐、咖啡为代表品类。
- 当然，品类的划分本身并非静态而是可动态调整的，如预制菜、机器自动化等新技术的应用也能使部分大空间品类叠加上高标准化标签；新优质供给的增加、消费需求升级也可能将小空间品类孕育长大。

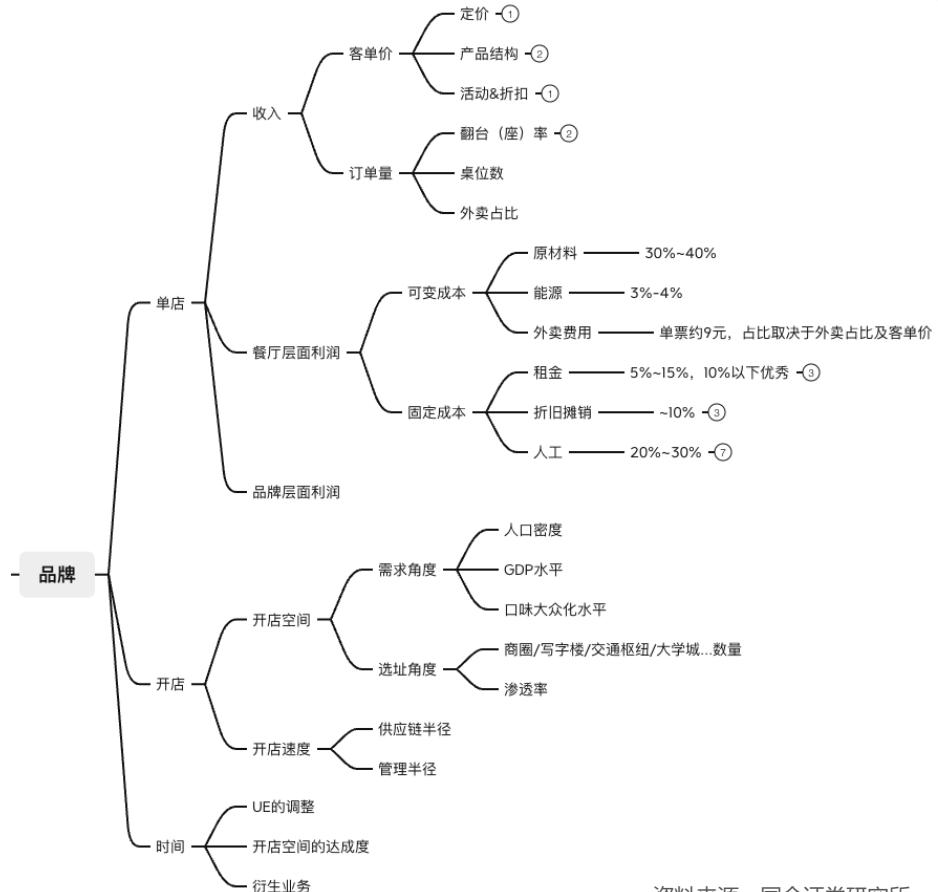




02 品牌：寻找单店*开店*时间的 更优解

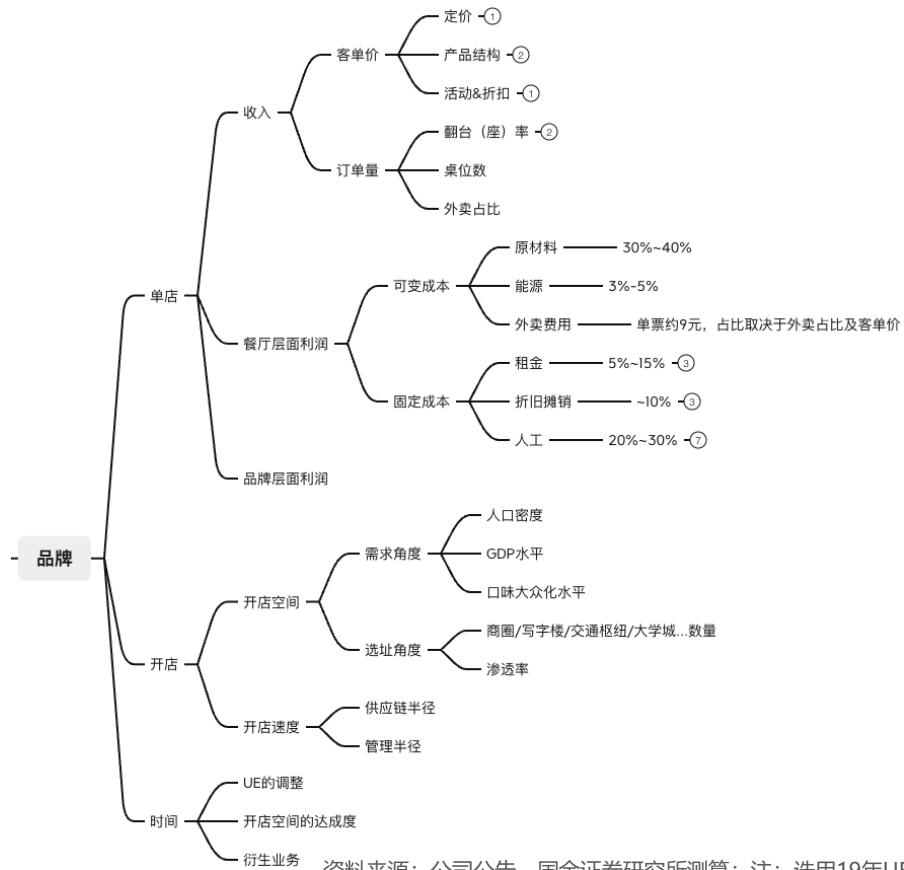
2.1、品牌：单店*开店*时间

- 我们理解的餐饮品牌包含单店、开店、时间三方面：
- 对消费者而言，单店意味着熟悉的口味、不错的体验，开店意味便捷性的提高和口味服务的均一带来的信任感，更长时间维度中，更多人的消费、更多次的复购形成“品牌”印象。
- 对经营者而言，单店意味着理想UE，追求更高的收入、更低的成本来达成相对可观的餐厅层面利润；开店意味着产生“规模效应”（但初期常经历负向规模效应），努力通过门店数量的增加摊薄刚性成本（供应链搭建、营销宣传、总部管理等）、强化招牌效应，合理的目标和合适的节奏是关键。时间可能是餐饮品牌的朋友，如老字号的品牌壁垒，抢占有限的点位形成先发优势，赋能食品、酒店等其他业务；时间也可能是敌人，目标客群偏好的变化（如网红品牌）、生活方式的变化（如必胜客）。



2.2、单店：增收入、控成本，提升坪效，成功是细节的累加

可比火锅品牌UE模型 (2019)



单位: 万元	太二	九毛九	海底捞	凑凑	呷哺呷哺
单店情况					
初始投入	200	240	900	450	150
单店面积	250	350	800	650	210
员工人均成本	7.2	7.2	9	7.2	4.8
员工人数	27	30	145	55	24
每平方米租金	0.5	0.4	0.2	0.3	0.2
翻座率(次/天)	4.9	2.5	-	-	2.6
翻台率(次/天)	-	-	4.9	2.9	-
客单价(元)	75	60	105	132	56
外卖占比	0%	15%	2%	5%	2%
外卖费率	10%	10%	8%	10%	10%
单店损益表					
餐厅收入	1341	1095	5472	1758	434
原材料	537	394	2298	580	161
毛利率	60%	64%	58%	67%	63%
员工成本	194	216	1305	396	115
%收入	14%	20%	24%	23%	27%
租金	120	126	192	195	37.8
%收入	9%	12%	4%	11%	9%
折旧摊销(按3年)	67	80	300	150	50
%收入	5%	7%	5%	9%	12%
能源	47	38	164	62	15
%收入	4%	4%	3%	4%	3%
外卖服务费	0	16	9	9	1
%收入	0%	2%	0%	1%	0%
其他开支	27	22	71	35	9
%收入	2%	2%	1%	2%	2%
餐厅层面经营利润	350	202	1133	332	46
餐厅层面经营利润率	26%	18%	21%	19%	11%
坪效	5.4	3.1	6.8	2.7	2.1
投资回收期	7个月	22个月	6-13个月	16个月	17-18个月
盈亏平衡周期	1个月	1个月	1-3个月	3个月	6个月

资料来源：公司公告，国金证券研究所测算；注：选用19年UE数据主要考虑当时大部分样本品牌处于品牌势能巅峰期，数据有较好代表性。 13

2.3、开店：需求角度，人口、GDP、口味普适度

- 测算方法：门店空间=理论门店密度*常住人口数，理论门店密度=基准城市门店密度*经济系数*口味偏好系数*品类系数（可选）。
- 1) 选取品牌加密较成熟城市计算理论开店密度基准；
- 2) 经济系数（用人均GDP代表），一般来说GDP较基准城市越高、理论门店密度越大，性价比品牌在高线城市考虑消费层次、选择多样性则为负相关；
- 3) 口味偏好系数（用人户分离指标代表），我们认为人口流动性越好地区口味越全国化，因此人户分离指标较基准城市越高、理论门店密度越大；
- 4) 品类系数（可选），品牌所处品类未来3~5年复合增速分档次赋予系数，考虑更快成长行业市场竞争程度一般更低、增速越高系数越高；
- *各系数考虑品牌自身特征、逻辑会有主关微调（特别在情景假设测算时）

餐饮开店空间测算3大核心变量

	常住人口数 (万人)	人均GDP (元)	人户分离指数 (口味地域差异调整)
一线城市	8315	170410	2.0
新一线城市	19756	119636	1.5
二线城市	21610	101958	1.3
三线城市	36771	71988	1.0
四线及以下	54761	51204	0.9

2.3、开店：需求角度，人口、GDP、口味普适度

以海伦司为例，需求法测算开店空间

所处行业未来增速	小酒馆	12.5%	21~25E CAGR										
理论门店密度基准城市	常住人口数（万人）	2021年人均GDP（元）	人户分离										
				现有门店数	现有门店密度（家/百万人）	理论门店密度（家/百万人）	门店数天花板						
武汉	1245	135251	1.40	52	4	6	72						
天花板考虑疫情期间学校店经营较难等原因导致关店，按照巅峰期90%算													
基础情景	常住人口数（万人）	2021年人均GDP（元）	人户分离	经济系数	口味地域性调整系数	品类系数	现有门店数	现有门店密度（家/百万人）	理论门店密度（家/百万人）	门店数天花板	空间（绝对值）	空间（%）	备注
一线城市	8315	170410	1.98	0.79	1.00	0.85	80	1.0	3.9	324	244	306%	夜间消费选择更多、更高端，考虑经济为负面因素
新一线城市	19756	119636	1.50	0.88	1.00	0.85	198	1.0	4.3	859	661	334%	
二线城市	21610	101958	1.27	0.75	0.90	0.85	183	0.8	3.3	724	541	295%	
三线城市	36771	71988	0.99	0.53	0.70	0.65	106	0.3	1.4	517	411	388%	考虑部分下沉市场年轻人占比相对不足，适当调低
四线及以下	54761	51204	0.89	0.38	0.63	0.65	198	0.4	0.9	492	294	149%	
合计	141212	80976					765	0.5	2.1	2,917	2152	281%	
理论门店密度 门店数天花板													
乐观情景	核心假设：下沉扩大客群年龄段，替代大排档的优质供给，增速较酒馆行业更快，品类系数上调；基准理论门店密度按照武汉巅峰期100%；大众酒饮不考虑口味偏好差异												6.43 80
	常住人口数（万人）	2021年人均GDP（元）	人户分离	经济系数	口味地域性调整系数	品类系数	现有门店数	现有门店密度（家/百万人）	理论门店密度（家/百万人）	门店数天花板	空间（绝对值）	空间（%）	备注
一线城市	8315	170410	1.98	0.79	1.00	0.90	146	1.8	4.6	382	236	161%	
新一线城市	19756	119636	1.50	0.88	1.00	0.90	198	1.0	5.1	1011	813	410%	
二线城市	21610	101958	1.27	0.75	1.00	0.90	183	0.8	4.4	942	759	415%	
三线城市	36771	71988	0.99	0.53	1.00	0.90	106	0.3	3.1	1132	1026	968%	
四线及以下	54761	51204	0.89	0.38	1.00	0.90	198	0.4	2.2	1199	1001	506%	
合计	141212	80976					765	0.5	3.3	4,666	3901	510%	
理论门店密度 门店数天花板													
悲观情景	核心假设：关店部分为永久性，理论密度基准为武汉现有门店；县域模型不成功，因年轻人占比低等下沉较难，下调低线经济系数												4.2 52
	常住人口数（万人）	2021年人均GDP（元）	人户分离	经济系数	口味地域性调整系数	品类系数	现有门店数	现有门店密度（家/百万人）	理论门店密度（家/百万人）	门店数天花板	空间（绝对值）	空间（%）	备注
一线城市	8315	170410	1.98	0.79	1.00	0.85	146	1.8	2.8	234	88	60%	
新一线城市	19756	119636	1.50	0.88	1.00	0.85	198	1.0	3.1	621	423	213%	
二线城市	21610	101958	1.27	0.75	0.90	0.85	183	0.8	2.4	523	340	186%	
三线城市	36771	71988	0.99	0.38	0.70	0.65	106	0.3	0.7	268	162	153%	
四线及以下	54761	51204	0.89	0.23	0.63	0.65	132	0.2	0.4	215	83	63%	
合计	141212	80976					765	0.5	1.3	1,861	1096	143%	

2.3、开店：选址角度，匹配目标点位和渗透率

- 商圈：根据赢商网数据（主要统计一至四线城市），截至2021年全国购物中心数5936家、其中一二线城市3778家；根据中国连锁经营协会数据，截至2021年底全国购物中心（ $\geq 3\text{万m}^2$ ）总数量达到6300座。
- 交通枢纽：截至2023年底，国内通用机场数量449个。
- 高校：截至2023年底全国高校数量3074家（含成人高校）。

全国购物中心数量变化



以海伦司为例，选址法测算开店空间

武汉高校数量 (所)	武汉门店数量 (按高峰期90%, 家)	武汉门店密度 (店/所)	现有高校数量 (2023末, 所)	以高校测算的门店空间 (家)
86	80	93.0%	3074	2859

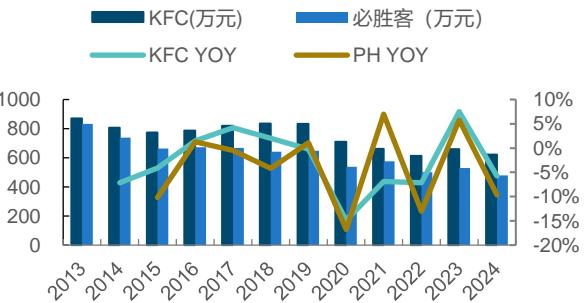
2.4、时间：品牌势能曲线，消费需求变化与品牌主动转型

- SSSG的下滑常为品牌势能相对下降的重要信号，背后原因多源于目标客群偏好/生活方式变化
- 必胜客案例，品类、品牌势能下降后主动向“快”靠拢。披萨在国内消费门槛趋于下降，必胜客在重堂食的休闲餐厅模型外增加自助服务的Bistro模型，再推出90m²的小店模型，大幅降低堂食面积、主要用于外卖业务，尤其用于匹配高线城市日益兴起的一人食、早餐场景需求。

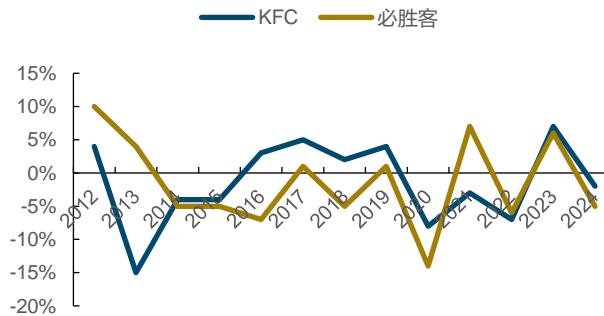
百胜中国必胜客门店模型变化 (2017年报)



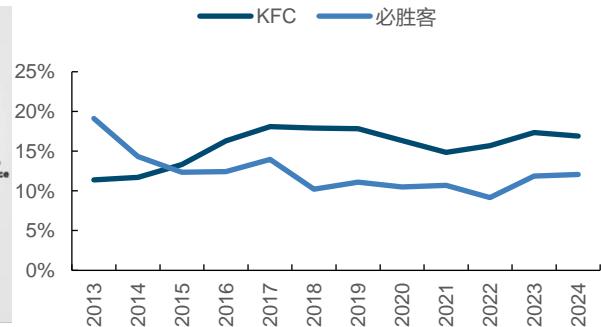
肯德基、必胜客直营店单店收入变化



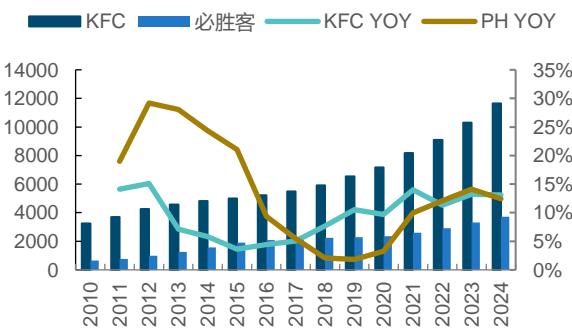
肯德基、必胜客SSSG变化



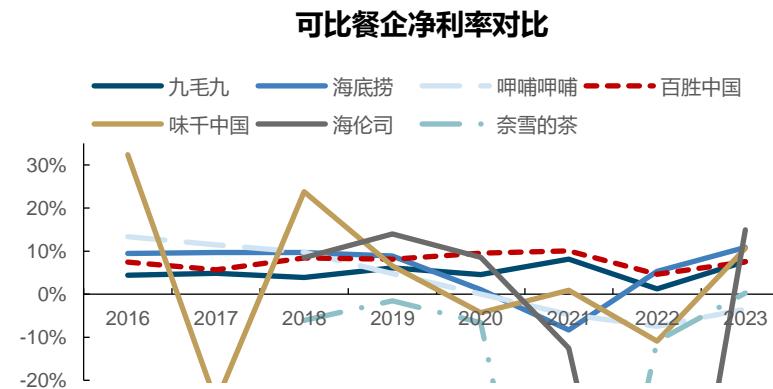
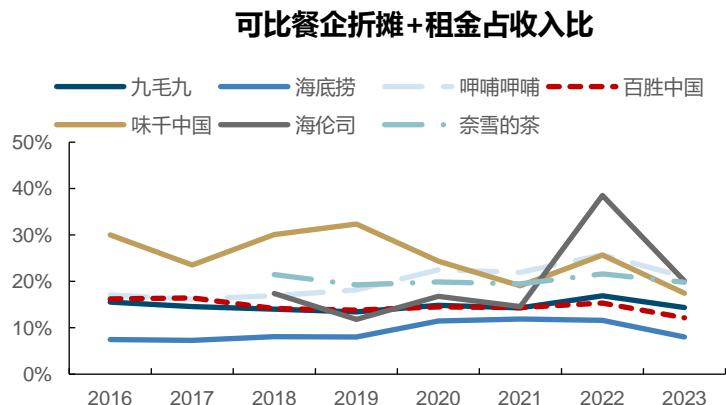
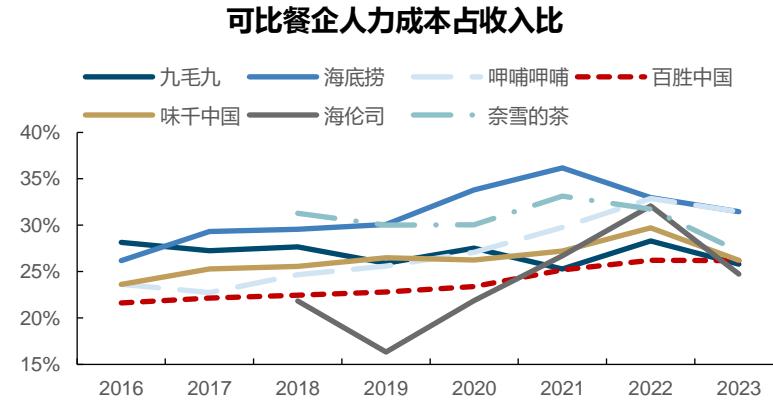
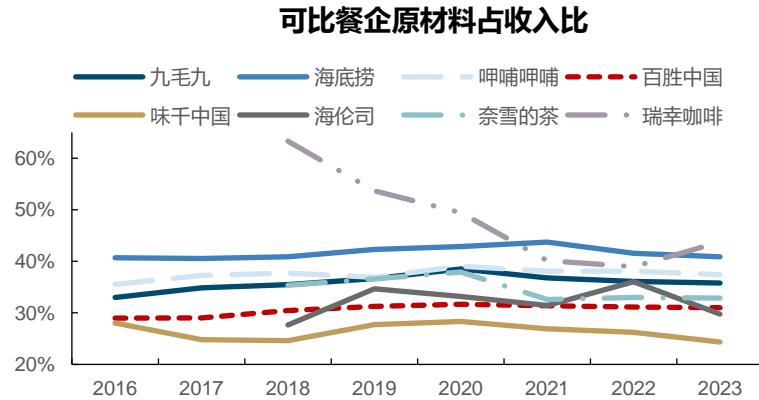
肯德基、必胜客直营店餐厅层面利润率



肯德基、必胜客门店数量变化 (家)



2.5、财务：单店模型和开店节奏的共同作用

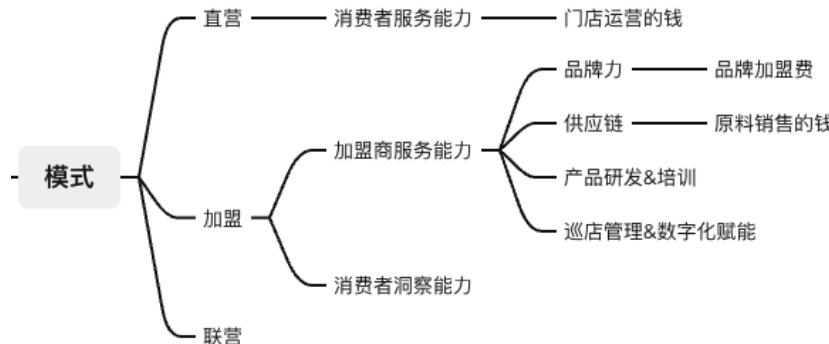




03 模式：直营与加盟之辨

3.1、直营vs加盟：无绝对优劣，适合最重要

- 直营与加盟从财务表现上更多体现为“弹性”和“稳健性”，从运营角度看各有优劣势。从适合品牌看，直营更适合客单价偏高、服务/后厨操作复杂度较高的品牌，加盟则更适合客单价偏低、操作复杂度更低、店型更多元的品牌；但品类或品牌定位并非模式选择的决定因素，还取决于品牌公司本身的基因、管理半径和发展节奏，如肯德基、星巴克在进入中国后采用了部分联营或特许经营门店，在对中国市场逐渐熟悉后部分转为直营。
- 与直营不同，加盟实际做的是“S2B2C”的事，除洞察消费者需求，还在于服务加盟商的能力，其中我们认为品牌力（来自于消费者洞察能力和加盟拓展的动态积累）和供应链（稳定的品质和成本规模优势）是核心赚取能力，研发培训及管理能力则是让赚钱更持续的能力。
- 很多时候，加盟的参照物并非直营店，而是单体餐饮。加盟商在意的是品牌化后是否能多赚钱或是否能提高效率。**



餐饮直营、加盟模式对比

		直营	加盟
财务	收入来源	门店运营收入	加盟费（首次、持续），原料销售收入
	成本费用构成	门店运营三大可变&三大固定+集团层面费用	主要为原材料生产成本和三费
	业绩特点	经营杠杆高，利润非线性增长、弹性大	经营杠杆低，稳健性强
优劣势	对门店掌控力	更强	更弱
	门店能动性	更弱	更强
	服务水平	更高	更低
	本地化能力	更弱	更强
	开店速度	更慢	更快
适合品牌特征	店型	较单一，且以购物中心店为主	多元，有较大比例街边店、社区店
	客单价	偏高	偏低
	服务比重	服务比重较高	服务比重较低
	后厨操作难度	偏高	偏低

3.2、案例：传统夫妻老婆店的品牌化、连锁化，早餐店为例

- 早餐为刚需，品牌给予消费者品质信任度，消费粘性助力门店营业额保持相对稳定，盈利持续性强。
- 馅料、成品包子通过中央工厂生产后配送至门店，节约门店部分或全部制作工序，降低加盟门槛、提高效率。
- 单店模型下，巴比加盟单店月销售额约7.6万左右，毛利率可达50%-55%，餐厅层面净利率约12%，前期投资10-15万左右，投资回收期8-12个月，具有初始投资小，回本时间短，盈利能力强的优势
- 老店续约意愿强：公司的加盟期为3年，2017/2018/2019年公司到期未续约比例分别为1.7%/1.2%/1.4%，公司经营模式和管理体系较受加盟商认可，加盟商忠诚度较高

巴比馒头加盟店UE模型 (2021)

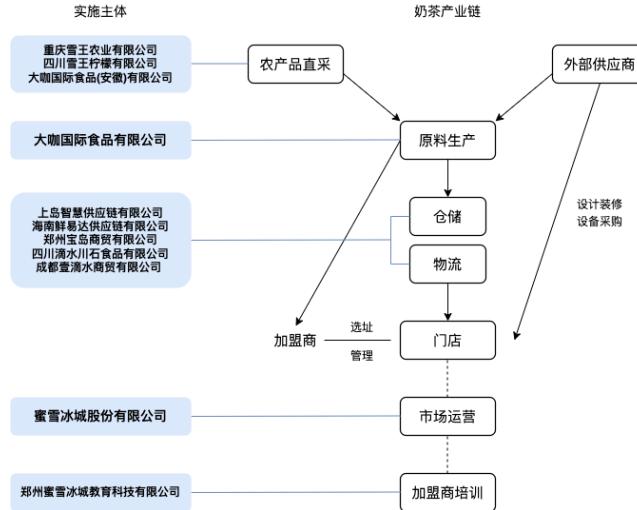
阶段	类别	金额 (元)	费率	备注
前期投入	加盟费	12800		加盟期限三年，期满后可续约
	装修费	42000		门头约1.5万，门店约1800元/平方
	设备费	30000		带公司品牌标识和定制设备（蒸包柜、醒发柜、保温柜、豆浆机、售卖台等）
	培训费	3000		
	其他	5000		含开业宣传、门店员工服装等
	保证金	30000		合同终止后根据特许经营合同相关条款予以退还，不计入投资回收期的计算
	总投资额	122800		
月收入	平均客单数 (/天)	420		工作日500，非工作日200
	客单价	6		
	月销售额	75600		调研了解如华中地区巴比门店销售额较非巴比门店几乎高一倍
月成本	原料成本	37800	50.0%	毛利率50%
	房租	6750	8.9%	15元/平米/天，15平米
	员工工资	12000	15.9%	员工2人
	折旧摊销	2578	3.4%	折旧期3年
	水电杂费	1500	2.0%	
	管理费	500	0.7%	
	包装费	500	0.7%	
	运费及损耗	1500	2.0%	
月利润	月利润	12472		
	EBIT Margin	16%		
	所得税	3118		所得税率25%
	净利润	9354		
	净利润率	12%		
	投资回收期 (月)	9.9		

资料来源：公司官网，国金证券研究所测算

3.3、案例：极致供应链和品牌管理，蜜雪冰城为例

- 我们认为蜜雪冰城为超级供应链公司+优秀品牌营销公司。
- 供应链自产、规模采购控成本，使其可持续为消费者提供高性价比产品，为加盟商提供低成本原料、同时基本消除外采风险。
- “雪王”IP营销成功强化其与消费者情感链接，同时为加盟商提供一般单体店难以匹敌的品牌号召力。

蜜雪冰城产业链布局示意图



资料来源：公司官网，各公司招股书，国金证券研究所测算；注：UE为模拟数据，以公司最终口径为准

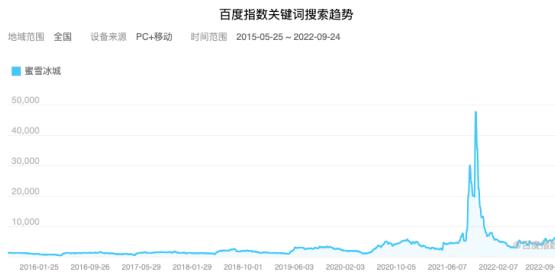
奶茶加盟店UE模型

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨
门店信息				
员工人数	3	4	4	3
员工月薪 (元/人)	4000	4500	4500	4000
门店面积 (平方米)	28	30	30	25
单位面积租金 (元/平米/天)	25	27	28	25
前期投入 (万元, 不含保证金、配货及年付)	13.42	29.9	32	16.7
外卖占比	30%	45%	58%	52%
加盟店利润表				
日均营业额 (元)	4188	6378	5165	3359
杯单价 (元)	6.3	16.8	16.2	17.5
杯数 (杯)	662	380	319	192
年GMV (万元)	153	233	189	123
年收入	130	175	136	91
实收率	85.0%	75.0%	72.0%	74.0%
促销、平台抽成等 (%GMV)	15.0%	25.0%	28.0%	26.0%
原材料	58	79	61	41
%GMV	38.3%	33.8%	32.4%	33.3%
%收入	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
员工薪酬	14.4	21.6	21.6	14.4
%收入	11.1%	12.4%	15.9%	15.9%
租金	26	30	31	23
%收入	19.7%	16.9%	22.6%	25.1%
水电杂项	6	9	7	5
%收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
折旧摊销 (假设三年)	4.5	10.0	10.7	5.6
%收入	3.4%	5.7%	7.9%	6.1%
合作费、持续管理、培训费等 (万元)	1.58	1.2	1.0	1.0
%收入	1.2%	0.7%	0.7%	1.1%
经营利润	19.0	25.0	3.9	1.6
经营利润率	14.6%	14.3%	2.9%	1.8%
EBITDA	23.4	34.9	14.6	7.1
EBITDA 利润率	18.0%	20.0%	10.8%	7.9%

蜜雪冰城核心原材料自产比例



蜜雪冰城雪王IP及广告曲营销成功



04 估值：为生意、阶段、管理定价



4.1、估值：生意、阶段、管理

$$\text{餐饮品牌价值} = \frac{\text{成熟期单店净利润} * \text{开店空间} * \text{成熟期估值}}{(1 + \text{折现率})^{\text{达成时间}}}$$

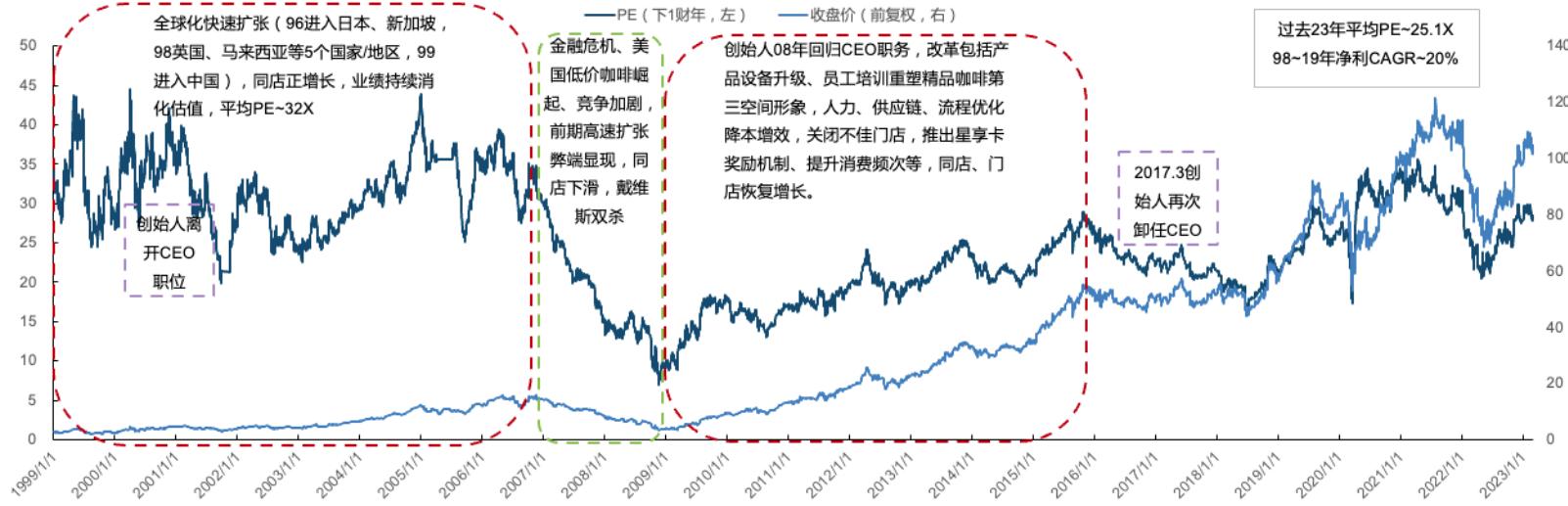
$$\text{餐饮品牌市值} = \text{单店净利} * \text{门店数} * \text{PE}$$

$$\text{PE} = \frac{\frac{\text{开店空间} * \text{成熟期单店净利润} * \text{成熟期估值}}{\text{门店数} * \text{单店净利}}}{(1 + \text{折现率})^{\text{达成时间}}}$$

阶段 & 生意 & 管理 生意
管理 阶段

- 过去餐饮投资（尤其是中式餐饮）主要在品牌放量阶段，即快速开店放量、单店盈利能力仍有提升空间（或维持高位），市场逐步认可生意模式的阶段；同时若公司管理能力强、执行力强，能给予更低风险溢价（折现率）。

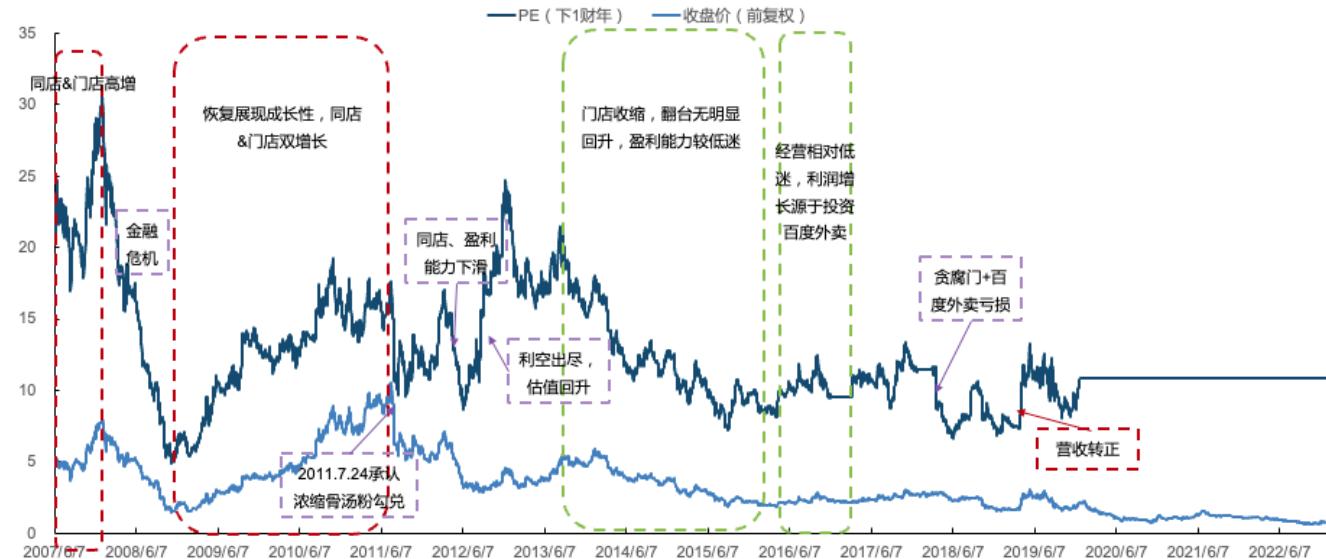
4.2、星巴克复盘：社交+成瘾生意，管理实现困境反转



财年	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
门店数量	2498	3501	4709	5886	7225	8569	10241	12440	15011	16680	16635	16858	17003	18066	19767	21366	23043	25085	27339	29324	31256	32660	33833	35711	
YOY	32%	40%	35%	25%	23%	19%	20%	21%	21%	11%	0%	1%	1%	6%	9%	8%	8%	9%	9%	7%	7%	4%	4%	6%	
直营门店	2135	2619	3266	3880	4546	5265	6062	7102	8505	9217	8832	8889	9007	9405	10194	10713	12235	12711	13275	15341	15834	16637	17133	18253	
YOY	26%	23%	25%	19%	17%	16%	15%	17%	20%	8%	-4%	1%	1%	4%	8%	5%	14%	4%	4%	16%	3%	5%	3%	7%	
特许门店	363	882	1443	2006	2679	3304	4179	5338	6506	7463	7803	7969	7996	8661	9573	10653	10808	12374	14064	13983	15422	16023	16700	17458	
YOY	83%	143%	64%	39%	34%	23%	26%	28%	22%	15%	5%	2%	0%	8%	11%	11%	1%	14%	14%	-1%	10%	4%	4%	5%	
SSSG	6%	9%	5%	6%	8%	10%	8%	7%	5%	-3%	-6%	7%	8%	7%	6%	7%	5%	3%	2%	5%	-14%	20%	8%		
营收YOY	28%	29%	22%	24%	24%	30%	20%	22%	21%	10%	-6%	10%	9%	14%	12%	11%	17%	11%	5%	10%	7%	-11%	24%	11%	
净利YOY	49%	-7%	92%	17%	26%	45%	27%	14%	19%	-53%	24%	142%	32%	11%	-99%	24817%	33%	2%	2%	57%	-20%	-74%	352%	-22%	
净利率	6%	4%	7%	6%	7%	8%	7%	7%	3%	4%	9%	11%	10%	0%	13%	14%	13%	13%	18%	14%	4%	14%	10%		

资料来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

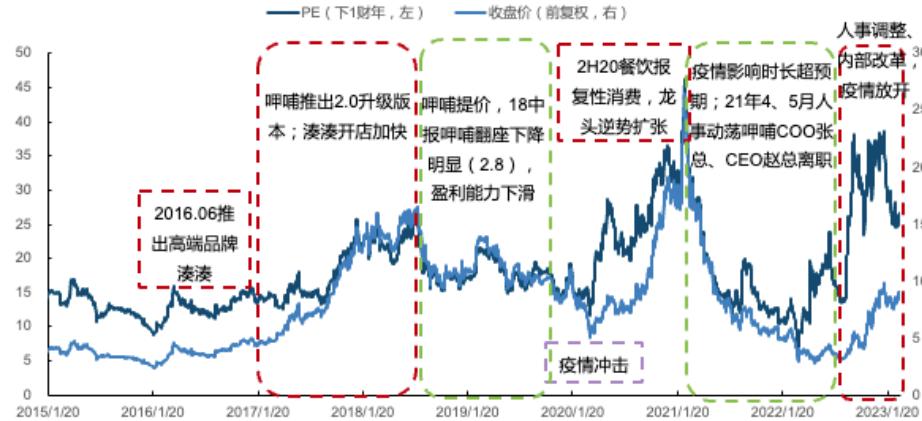
4.3、味千中国复盘：早期成长亮眼，骨汤门+势能下降后调整 收效不大导致股价陷入长期低迷



	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22
门店数量	210	315	398	508	662	661	636	669	673	650	704	766	799	722	737	669
YOY	75.0%	50.0%	26.3%	27.6%	30.3%	-0.2%	-3.8%	5.2%	0.6%	-3.4%	8.3%	8.8%	4.3%	-9.6%	2.1%	-9.2%
SSSG	7.3%	6.9%	-1.3%	8.7%	-6.0%	-12.6%	7.6%	2.3%	-7.5%	-8.1%	2.2%	-2.6%	7.0%	-29.7%	-0.9%	-23.6%
翻座率	6	5.5	5.1	5.1	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.4	3.4	3	3	2.3
营收YOY	51.1%	85.0%	18.7%	35.0%	14.7%	-1.0%	6.5%	2.5%	-5.8%	-24.0%	-2.0%	1.9%	7.9%	-29.0%	9.6%	-33.1%
净利YOY	91.9%	4.3%	43.2%	42.0%	-21.9%	-54.9%	75.4%	3.1%	-15.5%	205.1%	-175.9%	-196.7%	-70.2%	-146.9%	122.8%	-335.7%
净利率	24.4%	13.8%	16.6%	17.5%	5.4%	5.4%	8.9%	9.0%	8.1%	32.4%	-25.1%	23.8%	6.6%	-4.3%	0.9%	-17.8%

资料来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

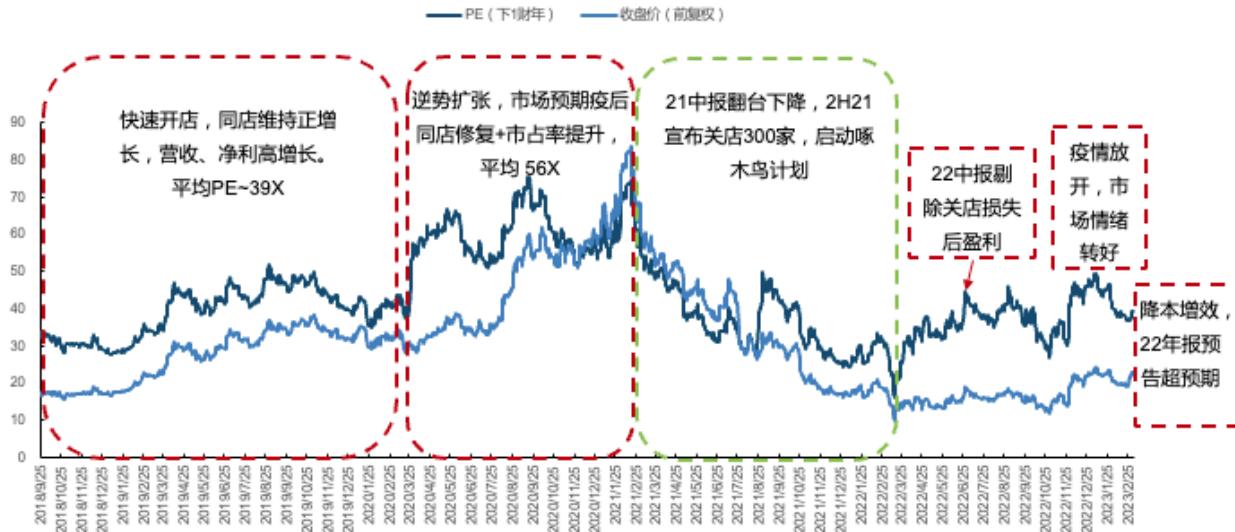
4.4、呷哺复盘：呷哺转型、湊湊接棒，开店收缩+人事动荡造成股价经历低迷



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22
呷哺门店数量	552	637	738	886	1022	1061	841	810
YOY	19%	15%	16%	20%	15%	4%	-21%	-4%
SSSG	-2%	3%	9%	2%	-1%	-24%	-8%	-44%
翻座率	3.4	3.4	3.3	2.8	2.6	2.3	2.3	1.9
湊湊门店数	0	2	21	48	102	140	183	198
YOY			950%	129%	113%	37%	31%	8%
SSSG			NA	NA	10%	-10%	27%	-44%
翻台率					2.9	2.5	2.5	1.9
营收YOY	10%	14%	33%	29%	27%	-10%	13%	-29%
净利YOY	87%	40%	14%	10%	-38%	-99%	-16061%	-460%
净利率	11%	13%	11%	10%	5%	0%	-5%	-13%

资料来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

4.5、海底捞复盘：川式火锅龙头享受更高估值中枢，快速开店期估值上升



	2018	2019	2020	2021	1H22	2022
门店数量	466	768	1298	1443	1435	
YOY	71%	65%	69%	11%	-1%	
SSSG	6%	2%	-18%	10%	-8%	
翻台率	5	4.8	3.5	3	2.9	
营收YOY	60%	56%	8%	44%	-17%	-16%
净利YOY	60%	42%	-87%	-1446%	-380%	131%
净利率	9.7%	8.8%	1.1%	-10.1%	-2%	4%

资料来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

风险提示

- 劳动力成本上升风险。餐饮为劳动密集型行业，长期看国内劳动力数量下降、成本上升为大趋势，短期疫情后存在阶段性招工难风险。
- 原材料价格大幅上涨的风险。若能源、食品、化工原料等原材料成本持续上涨，且涨价不能较好传导，或影响餐饮企业盈利能力。
- 行业竞争格局恶化等



特别声明



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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。