

2022年05月05日

港股餐饮企业 2021 年业绩综述

行业动态分析

至暗时刻，静待复苏

投资要点

◆ **处于扩张周期的强品牌势能餐饮企业收入增长空间大：**餐饮服务市场于 2021 年收入达 46,895 亿元，同比增长了 18.6%。整体上我们重点观察的港股餐饮企业在 2021 年上半年都不同程度地加快了门店扩张的步伐，而在 2021 年下半年，由于疫情在多地抬头，不同餐饮企业的扩张产生分化，太二、凑凑、海伦司、奈雪的茶、肯德基、必胜客等品牌持续加快扩张的步伐，而海底捞、呷哺呷哺等品牌则由于不同的原因开始进行门店收缩。**同店方面**，2021 年太二、海伦司、必胜客同店销售增长亮眼，分别同比增长 5.7%、8.2%、7%。**业绩方面**，我们重点观察的餐饮企业于 2021 年的收入整体上都较 2020 年以及 2019 年有提升。海伦司 2021 年收入同比增长了 124.4%，增速录得最高。九毛九则实现了同比 227.6% 的利润高增长。与其他餐饮企业相比，九毛九、海伦司、百胜中国的盈利能力较强，经调整净利率处于前列。餐饮企业 2021 年受到受疫情、宏观经济等外部环境的负面影响，收入及利润增长受到压制。我们预计随着宏观风险的解除，餐饮行业将迎来强劲复苏，而原本处于高速扩张期的餐饮品牌收入有望得到高速增长。

◆ **经营效率高的餐饮企业韧性更强：**餐饮品牌的单店模型是决定企业未来成长空间的关键要素之一。与其他餐饮品牌相比，九毛九旗下品牌太二的单店坪效（2021 年：5.0 万元每平方米）与同业相比在疫情前后皆处于领先地位。从利润空间来看，九毛九在疫情前后的利润空间始终处于较高水平（20%左右），展现出较强的经营韧性与盈利能力。此外，对于部分餐饮企业，我们在一定的参数假设下，测算了不同餐饮品牌的盈亏平衡所对应的翻座率。太二、海底捞、凑凑、呷哺呷哺和海伦司盈亏平衡时所需的翻座率分别为 2.2、3.1、2.0、2.7 和 0.7，海伦司的减法战略使得公司的刚性成本极低，翻座率不满 1 次就能达到盈亏平衡点。海底捞由于较高的经营杠杆，故要达到盈亏平衡所需的翻座率要求最高。总的来说，对于餐饮连锁，目前环境不仅面对着“三高一低”的经营困境，并且在疫情大环境之下，高经营杠杆的单店模型易受到巨大的冲击。

◆ **投资建议：**总体来看，强势能的餐饮品牌在 2021 年加速扩张，叠加良好的同店销售增长、高效的单店模型、优异的经营管理能力，实现亮眼的业绩，其中以九毛九与海伦司为代表。站在当前时点，由于以北上广深一线城市为代表的全国多地受 Omicron 的严重影响，在高线城市建立品牌势能的太二/九毛九、呷哺呷哺/凑凑和奈雪的茶于一线城市门店占比较高，受到的影响更大，海底捞、海伦司、肯德基、必胜客品牌受到的影响相对较小。疫情是影响餐饮行业经营表现的最重要的 β ，我们观察到的餐饮企业在 3-4 月的经营数据走势偏弱，且这一趋势将大概率延伸至 5 月。我们预计疫情影响将边际趋弱，2022 年下半年餐饮行业有望迎来经营业绩反弹，但股价的反弹或先于此。我们建议投资者积极关注在外部风险事件冲击下经营韧性强、盈利能力突出的具备强 α 的餐饮企业九毛九（9922.HK）、海伦司（9869.HK）。

◆ **风险提示：**新冠疫情的持续性影响，食品安全风险影响品牌形象，原材料价格上

投资评级

同步大市-A 首次

首选股票	评级
09922	九毛九 买入-A
09869	海伦司 买入-B

分析师

高猷嘉

SAC 执业证书编号：S0910520060002

gaoyoujia@huajinsc.cn

021-20377166

报告联系人

况英

kuangying@huajinsc.cn

相关报告

涨或者短缺，激烈的市场竞争。

内容目录

一、处于扩张周期的强品牌势能餐饮企业收入增长空间大.....	4
1、开店：强品牌势能的餐饮企业加速进行门店扩张	4
2、同店：太二、海伦司、必胜客同店销售增长亮眼	6
3、业绩：海伦司、九毛九 2021 年收入、利润增速领先	6
二、经营效率高的餐饮企业韧性更强	9
1、单店收入端：九毛九旗下太二品牌单店坪效亮眼	9
2、单店费用端：九毛九成本费用控制得当、利润空间大	11
3、门店经营利润率：2021 年太二品牌经营效率优异	13
4、总部费用率：奈雪的茶总部费用率下降空间大	14
三、投资建议	14
四、风险提示	18

图表目录

图 1：各餐饮品牌于 2021 年末的门店数量	5
图 2：各餐饮企业于 2021 年的收入（亿元）及同比增速（%）	7
图 3：各餐饮企业的净利润（亿元）	8
图 4：各餐饮品牌截至 2022 年 5 月 4 日于北上广深一线城市的门店数量占比	15
图 5：2021 年各餐饮品牌的翻座率（次/天）	16
图 6：太二品牌的门店数量	16
图 7：海伦司的门店数量	17
表 1：各餐饮品牌的门店数量	5
表 2：各餐饮品牌的净增门店数量	5
表 3：各餐饮品牌的同店销售增长率	6
表 4：各餐饮企业的净利率	9
表 5：各餐饮品牌的单店数据	9
表 6：各餐饮企业的原材料成本率	10
表 7：各餐饮企业的毛利率	11
表 8：各餐饮企业的费用开支率及利润空间	12
表 9：各餐饮品牌盈亏平衡下的翻座率	13
表 10：各餐饮企业的门店经营利润率	14
表 11：各餐饮企业的总部费用率	14
表 12：各餐饮品牌的一线城市门店数量（截至 2022 年 5 月 4 日）	15
表 13：餐饮行业重点公司的估值情况（截至 2022 年 5 月 4 日）	17

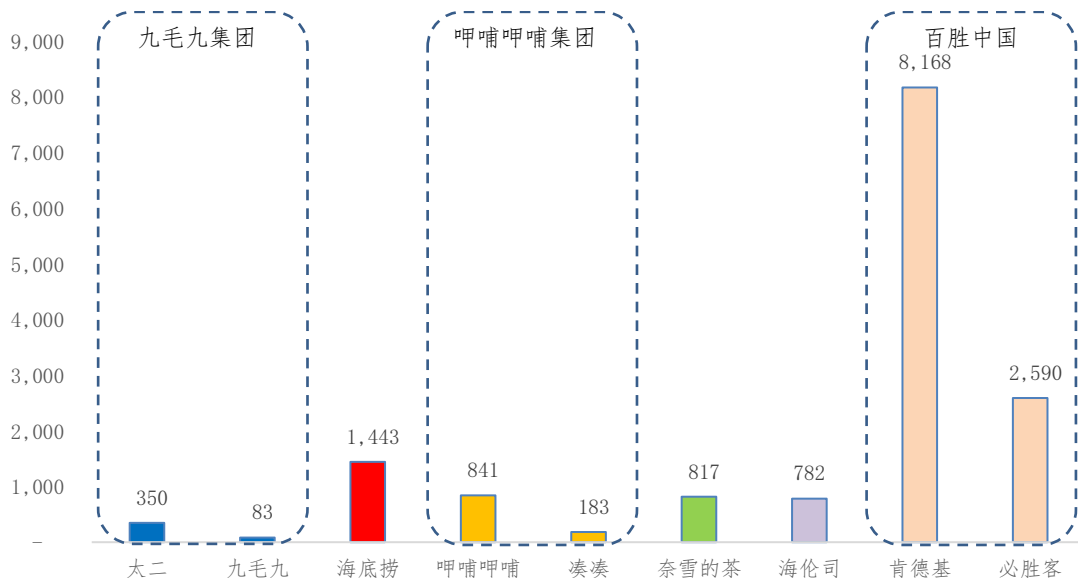
一、处于扩张周期的强品牌势能餐饮企业收入增长空间大

1、开店：强品牌势能的餐饮企业加速进行门店扩张

整体上我们重点观察的港股餐饮企业在 2021 年上半年都不同程度地加快了门店扩张的步伐，而在 2021 年下半年，由于疫情在多地抬头，不同餐饮企业的扩张产生分化，九毛九旗下的太二、呷哺呷哺旗下的凑凑、海伦司、奈雪的茶、肯德基、麦当劳等品牌进一步地加快扩张的步伐，而海底捞、呷哺呷哺、九毛九等品牌则由于不同的原因开始进行门店扩张的调整，具体来看：

- 九毛九：1) 旗下新品牌太二门店稳步扩张，品牌势能强劲，在疫情影响之下，全年新开 122 家门店，关闭 5 家门店，同比净增 117 家门店（上下半年分别净增 53/64 家），门店数量同比增长了 50%至 350 家，超额完成了当年的开店目标。2) 老品牌九毛九由于品牌处于调整期，全年新开 1 家门店，关闭了 16 家门店，同比净减少了 15 家门店（上下半年分别净减 7/8 家），门店数量同比减少 15%至 83 家，但关店数量较 2020 年大幅减少；
- 海底捞：公司全年新开 421 家门店，关闭了 276 家门店，同比净增 145 家门店，上下半年分别净增 299/-154 家门店，门店数量同比增长了 11%至 1443 家。公司在上半年门店逆势扩张，下半年由于公司观察到部分门店经营表现不及预期，故推出了“啄木鸟”计划，关停部分门店；
- 呷哺呷哺：1) 老品牌呷哺呷哺全年同比净减少 220 家门店，上下半年分别净增 16/-236 家门店，品牌门店数量同比减少了 21%至 841 家，下半年关闭的门店主要是由于不符合品牌“高性价比”模式。2) 新品牌凑凑经营良好，全年新开 43 家门店，无关店，上下半年分别净增 9/34 家门店，门店数量同比增长了 31%至 183 家，下半年门店扩张提速显著；
- 奈雪的茶：公司在 2021 年加速扩张，全年净增 326 家门店，上下半年分别净增 87/239 家门店，门店数量同比增长了 66%至 817 家，其中约 69%的门店位于一线和新一线城市等高线城市，有利于不断提升公司的品牌势能；
- 海伦司：公司全年新开 452 家直营门店，关店 10 家，3 家加盟店转直营店，直营酒馆数量同比净增 445 家至 782 家/+132%，全年新开门店数量超过预期。公司门店一线/二线/三线及以下城市门店占比分别同比-5.5/-1.6/+7.2pcts 至 10.5%/55.4%/34.0%，三线及以下城市门店占比提升显著；
- 百胜中国：1) 肯德基品牌全年新开 1232 家门店，关闭 230 家门店，同比净增 1002 家门店（上下半年分别净增 443/559 家），门店数量同比增长了 14%至 8168 家。2) 必胜客品牌全年新开 335 家门店，关闭 100 家门店，同比净增 235 家门店（上下半年分别净增 70/165 家），门店数量同比增长了 10%至 2590 家。2021 年百胜中国旗下主品牌扩张均明显提速。

图 1: 各餐饮品牌于 2021 年末的门店数量



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 各餐饮品牌的门店数量

	2019	2020	2021	1H21	2H21
太二	126	233	350	286	350
九毛九	143	98	83	91	83
海底捞	768	1,298	1,443	1,597	1,443
呷哺呷哺	1,022	1,061	841	1,077	841
凑凑	102	140	183	149	183
奈雪的茶	327	491	817	578	817
海伦司	252	351	782	471	782
肯德基	6534	7166	8168	7609	8168
必胜客	2281	2355	2590	2425	2590

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 2: 各餐饮品牌的净增门店数量

	2019	2020	2021	1H21	2H21
太二	61	107	117	53	64
九毛九	(4)	(45)	(15)	(7)	(8)
海底捞	302	530	145	299	(154)
呷哺呷哺	136	39	(220)	16	(236)
凑凑	54	38	43	9	34
奈雪的茶	172	164	326	87	239
海伦司	90	99	431	120	311
肯德基	624	632	1002	443	559
必胜客	41	74	235	70	165

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

截至 2022 年 5 月 4 日, 九毛九旗下的太二/九毛九、海底捞、呷哺呷哺旗下的呷哺呷哺/凑凑、奈雪的茶、海伦司、百胜中国旗下的肯德基/必胜客的门店数量分别达 362/83、1323、834/192、

878、878、8783/2655 家，海底捞、呷哺呷哺和九毛九品牌部分门店处于调整阶段，门店数量有所收缩或不变，而其余品牌扩张稳步推进中。

2、同店：太二、海伦司、必胜客同店销售增长亮眼

整体上我们重点观察的**港股餐饮品牌在 2021 年下半年受疫情影响同店销售都呈现了负增长**。若聚焦在 2021 年整年，九毛九集团旗下品牌太二/九毛九、海伦司、百胜中国旗下的必胜客同店销售呈现正增长，分别增长了 5.7%/24.5%、8.2%、7%。海底捞、呷哺呷哺品牌同店呈现较大负增长，分别为-10.2%与-8.3%，由此门店扩张也相应地进行了调整。凑凑品牌同店销售微幅下降。若将疫情前后三年的数据综合来看，仅海伦司同店销售始终处于正增长，我们推测这或与海伦司门店分布相关，由于海伦司 2019-2021 年二线及以下城市门店占比始终超过 80%，低线城市受疫情影响相对较小，故而同店受到的负面影响更轻。2021 年，太二、海伦司、必胜客品牌皆是在门店快速扩张的同时同店销售有所增长，为高势能品牌的表现之一。

表 3：各餐饮品牌的同店销售增长率

	2019	2020	2021	1H21
太二	4.0%	-9.3%	5.7%	
九毛九	0.2%	-34.0%	24.5%	
海底捞	1.6%	-17.7%	-10.2%	-2.8%
呷哺呷哺	-1.4%	-23.9%	-8.3%	29.8%
凑凑	9.5%	-9.5%	-0.9%	26.5%
奈雪的茶	-4.0%	-21.5%		
海伦司	72.2%	16.5%	8.2%	40.2%
肯德基	4%	-8%	-3%	5%
必胜客	1%	-14%	7%	23%

资料来源：公司公告，华金证券研究所 注：其中海底捞与海伦司为同店日均销售增长率，其余为同店销售增长率。

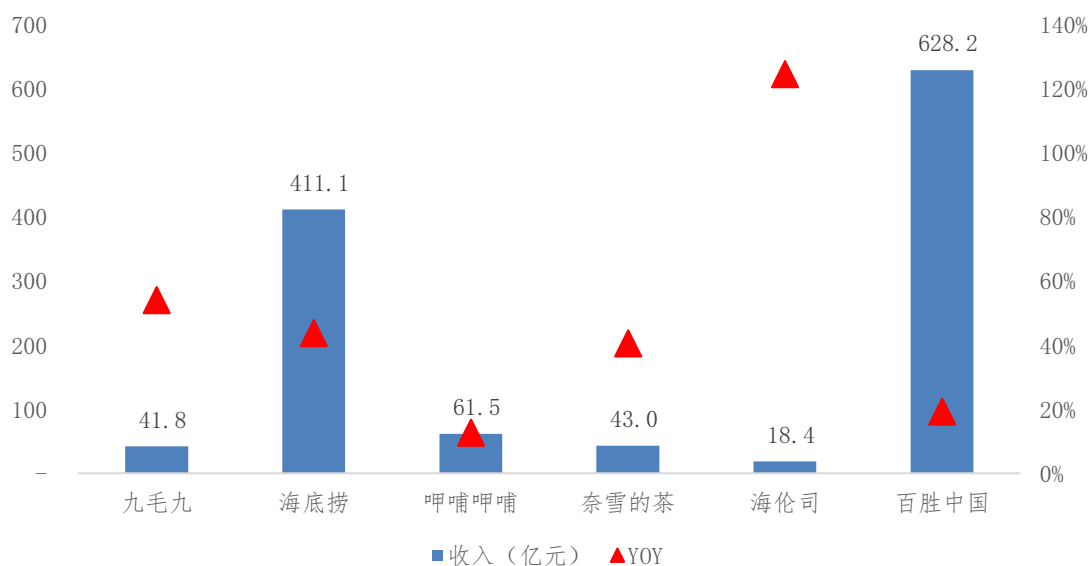
3、业绩：海伦司、九毛九 2021 年收入、利润增速领先

根据国家统计局数据，餐饮服务市场于 2021 年收入达 46,894 亿元，同比增长了 18.6%。我们重点观察的**港股餐饮企业在 2021 年的收入整体上较 2020 年以及 2019 年都有提升**，仅呷哺呷哺的收入增速 12.7%低于市场平均水平，具体来看：

- 九毛九、海底捞、奈雪的茶、百胜中国由于持续扩张的门店网络以及较 2020 年增加的营业天数等因素使得公司 2021 年营收分别同比增长 54.0%、43.7%、40.5%、19.2% 至 41.8、411.1、43.0、628.2 亿元（较 2019 年增长 55.5%、54.8%、71.8%、12.3%），收入增长稳健；
- 海伦司由于处于高速扩店的成长期、前期基数小等因素，2021 年营收同比增长 124.4% 至 18.4 亿元（较 2019 年增长 225.0%），增速最高；
- 呷哺呷哺 2021 年营收同比增长 12.7%至 61.5 亿元（较 2019 年增长 1.9%），增速最低。老品牌呷哺呷哺/新品牌凑凑于 2021 年增速分别为 1.2%/39.8%，老品牌呷哺呷哺拉低了公司整体营收增速，新品牌凑凑带动公司营收增长。

分 2021 年上下半年来看，以上餐饮企业上半年实现 40%-300% 的高速增长，而下半年增速下滑，其中呷哺呷哺负增长，其余增速在 5%-60% 的区间内，增速显著受疫情影响下滑。

图 2：各餐饮企业于 2021 年的收入（亿元）及同比增速（%）



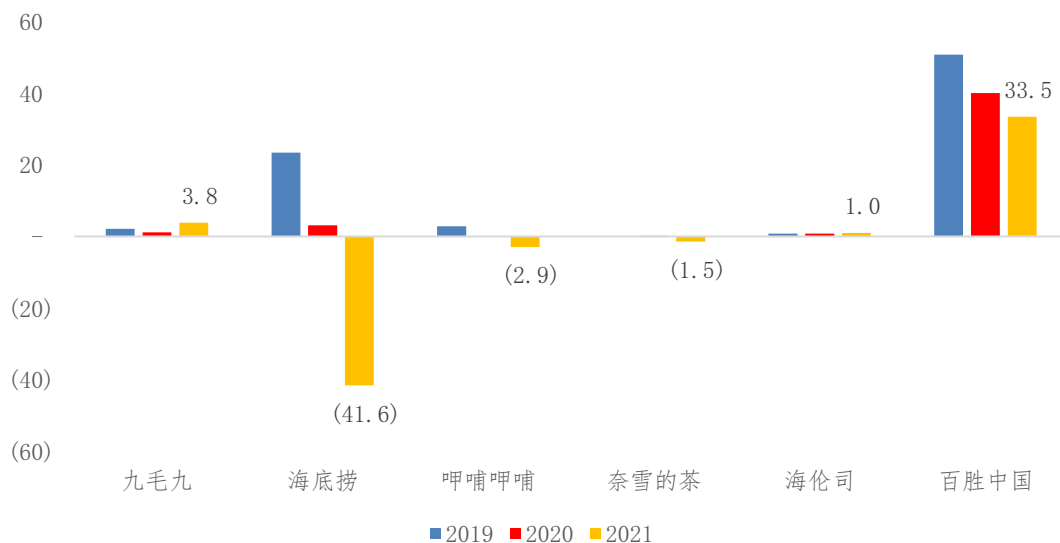
资料来源：公司公告，华金证券研究所

净利润¹方面，各餐饮企业表现不一，仅九毛九、海伦司盈利且实现同比正增长，其中以九毛九利润增速最高，具体来看：

- 九毛九于 2021 年实现净利润 3.8 亿元，对比 2020/2019 年同期盈利为 1.2/2.2 亿元，利润在 2021 年实现了同比 227.6% 的高增长；
- 海底捞由于 2021 年下半年大量关店以及疫情影响下经营业绩下滑 2021 年亏损 41.6 亿元，对比 2020/2019 年同期为盈利 3.1/23.4 亿元；
- 呷哺呷哺由于下半年的闭店以及门店计提减值使得公司转亏，2021 年亏损 2.9 亿元，对比 2020/2019 年同期为盈利 0.0/2.9 亿元；
- 奈雪的茶由于较高的新店占比（新店存在爬坡期以及前期开办费用投入）以及高于行业平均水平的总部费用，2021 年录得亏损 1.5 亿元，对比 2020/2019 年同期为盈利 0.2/-0.1 亿元；
- 海伦司 2021 年净利润 1.0 亿元，对比 2020/2019 年同期为盈利 0.8/0.8 亿元；公司经调整净利润同比增长了 32.3%，经调整净利润率 5.5%，同比-3.8pcts，主要原因为新店占比较高及扩张过程中总部费用增长所致；
- 百胜中国于 2021 年实现净利润 33.5 亿元，对比 2020/2019 年同期盈利为 40.1/50.9 亿元，利润在 2021 年同比减少了 16.6%。

¹ 其中九毛九、奈雪的茶、海伦司、百胜中国为经调整净利润，其余为净利润，下同。

图 3：各餐饮企业的净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

净利率²方面，2021 年仅九毛九的经调整净利率较 2020 及 2019 年均有提升，具体来看：

- 九毛九 2021 年净利率为 9.1%，同比+4.8pcts，较 2019 年同期+1.0pct；
- 海底捞由于其单店较为依赖高翻台率实现盈利，在经营杠杆较高的情况下，一旦翻台率下降则盈利大幅下滑。公司 2021 年餐厅经营受疫情影响翻台率大幅下降，叠加下半年部分门店关闭，造成公司 2021 年录得较大净亏损。公司 2021 年净利率为-7.7%，同比-8.8pcts，较 2019 年同期-16.6pcts；
- 呷哺呷哺由于品牌老化以及下半年的闭店，盈利情况不佳，2021 年净利率为-4.8%，同比-4.8pcts，较 2019 年同期-9.5pcts；
- 奈雪的茶处于单店模型调整阶段，2021 年净利率为-3.4%，同比-3.9pcts，较 2019 年同期-2.9pcts。预计未来公司落地的数字化排班能优化员工开支、与物业争取租金为扣点模式能减少刚性成本对业绩的压制，同时随着 PRO 店进入成熟期、疫情好转、门店持续扩张，公司的盈利能力将得到提升；
- 海伦司 2021 年净利率为 5.5%，同比-3.8pcts，较 2019 年同期-8.5pcts，净利率的提升空间较大；
- 百胜中国 2021 年净利率为 5.3%，同比-2.1pcts，较 2019 年同期-3.0pcts。

² 其中九毛九、奈雪的茶、海伦司、百胜中国为经调整净利率，其余为净利率，下同。

表 4：各餐饮企业的净利率

	2019	2020	2021	21vs. 20	21vs. 19	1H21	2H21
九毛九	8.1%	4.3%	9.1%	4.8pcts	1.0pct	10.3%	8.0%
海底捞	8.8%	1.1%	-7.7%	-8.8pcts	-16.6pcts	0.5%	-20.3%
呷哺呷哺	4.8%	0.0%	-4.8%	-4.8pcts	-9.5pcts	-1.6%	-7.8%
奈雪的茶	-0.5%	0.5%	-3.4%	-3.9pcts	-2.9pcts	2.3%	-8.9%
海伦司	14.0%	9.3%	5.5%	-3.8pcts	-8.5pcts	9.3%	2.0%
百胜中国	8.3%	7.4%	5.3%	-2.1pcts	-3.0pcts	8.3%	2.2%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

餐饮企业由于存在员工、租金、折摊等刚性成本，2021 年盈利能力受到受疫情、宏观经济等外部环境的负面影响，预计随着宏观风险的解除，餐饮行业将迎来强劲复苏，而原本处于高速扩张期的餐饮品牌业绩有望得到高速增长。

二、经营效率高的餐饮企业韧性更强

1、单店收入端：九毛九旗下太二品牌单店坪效亮眼

我们以不同品牌同店的单店年均销售额为基础，在各品牌面积一定的假设下，计算各品牌的单店坪效。2021 年，太二、海底捞、凑凑、呷哺呷哺、奈雪的茶、海伦司³的单店坪效分别达 5.0、4.4、2.4、1.2、3.2、1.1 万元每平方米。我们认为餐饮业态与经营策略的差异造成了坪效的不同，以上餐饮品牌门店大多开在购物中心，人流量较高，仅海伦司门店较少开在购物中心，人流量相对较低，由此 2021 年坪效最低。门店多开在购物中心的品牌中，太二品牌由于快时尚餐饮的经营业态及强品牌势能令其单店坪效领先于众多餐饮品牌，疫情前后 3 年皆是。呷哺呷哺品牌为偏快餐的小火锅，与火锅同业相比，其人均消费偏低，同时除购物中心外，呷哺呷哺品牌较大比例门店位于社区商业中心与交通枢纽附近，翻台率较低，以上两点或共同拉低其单店坪效。

表 5：各餐饮品牌的单店数据

	2019	2020	2021
太二			
同店的单店年均销售额（万元）	1,427	1,186	1,253
面积	250	250	250
坪效	5.7	4.7	5.0
坪毛利	3.6	2.9	3.2
海底捞			
同店的单店年均销售额（万元）	4,590	3,146	3,503
面积	800	800	800
坪效	5.7	3.9	4.4
坪毛利	3.3	2.2	2.5
凑凑			
同店的单店年均销售额（万元）	1,219	1,036	1,223
面积	500	500	500

³ 由于百胜中国未披露同店销售额的绝对金额，此处暂不列示百胜中国数据。

坪效	2.4	2.1	2.4
坪毛利	1.5	1.3	1.5
呷哺呷哺			
同店的单店年均销售额（万元）	442	286	305
面积	250	250	250
坪效	1.8	1.1	1.2
坪毛利	1.1	0.7	0.8
奈雪的茶			
同店的单店年均销售额（万元）	1,048	823	800
面积	250	250	250
坪效	4.2	3.3	3.2
坪毛利	2.7	2.2	2.2
海伦司			
同店的单店年均销售额（万元）	357	394	426
面积	380	380	380
坪效	0.9	1.0	1.1
坪毛利	0.6	0.7	0.8

资料来源：公司公告，华金证券研究所

各餐饮企业 2021 年原材料成本率同比多有下降，仅海底捞因优化菜单导致原材料成本率同比有小幅上升，同时可以看到的是，与非快餐餐厅相比，酒饮企业的原材料成本普遍更低、毛利率更高，具体来看：

- 九毛九的原材料成本率由于供应链能力提升情况下鲈鱼及酸菜两项主要原材料成本降低，故 2021 年原材料成本率为 36.8%，同比-1.7 pcts，较 2019 年+0.1 pct；
- 海底捞原材料成本率为 43.7%，同比+0.9 pct，较 2019 年+1.4 pcts，原材料成本率最高；
- 呷哺呷哺 2021 年原材料成本率为 38.1%，同比-1.0 pct，较 2019 年+1.2 pcts；
- 奈雪的茶由于公司的供应链管理水平的提升，2021 年原材料成本率为 32.6%，较 2020/2019 年-5.3 pcts/-4.0 pcts，公司预计未来原材料成本率水平将不高于 35%；
- 海伦司由于公司的自有产品毛利率与营收占比双升，原材料成本率呈现不断下降的趋势，2021 年原材料成本率为 31.4%，同比-1.8pcts，较 2019 年-3.3pcts，原材料成本率最低。
- 百胜中国 2021 年原材料成本率为 31.4%，同比-0.3 pct，较 2019 年+0.1 pct；

表 6：各餐饮企业的原材料成本率

	2019	2020	2021	21vs. 20	21vs. 19	1H21	2H21
九毛九	36.7%	38.5%	36.8%	-1.7pcts	0.1pct	37.2%	36.4%
海底捞	42.3%	42.9%	43.7%	0.9pct	1.4pcts	42.3%	45.1%
呷哺呷哺	36.9%	39.0%	38.1%	-1.0pct	1.2pcts	37.2%	38.9%
奈雪的茶	36.6%	37.9%	32.6%	-5.3pcts	-4.0pcts	31.5%	33.7%
海伦司	34.7%	33.2%	31.4%	-1.8pcts	-3.3pcts	31.3%	31.5%
百胜中国	31.3%	31.7%	31.4%	-0.3pct	0.1pct	30.5%	32.3%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 7：各餐饮企业的毛利率

	2019	2020	2021	21vs. 20	21vs. 19	1H21	2H21
九毛九	63.3%	61.5%	63.2%	1.7pcts	-0.1pct	62.8%	63.6%
海底捞	57.7%	57.1%	56.3%	-0.9pct	-1.4pcts	57.7%	54.9%
呷哺呷哺	63.1%	61.0%	61.9%	1.0pct	-1.2pcts	62.8%	61.1%
奈雪的茶	63.4%	62.1%	67.4%	5.3pcts	4.0pcts	68.5%	66.3%
海伦司	65.3%	66.8%	68.6%	1.8pcts	3.3pcts	68.7%	68.5%
百胜中国	68.7%	68.3%	68.6%	0.3pct	-0.1pct	69.5%	67.7%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

若结合各餐饮企业的综合原材料成本率，太二、海底捞、凑凑、呷哺呷哺、奈雪的茶、海伦司于 2021 年的单店坪毛利分别为 3.2、2.5、1.5、0.8、0.8 万元每平方米，太二凭借高坪效实现高单店坪毛利。

2、单店费用端：九毛九成本费用控制得当、利润空间大

餐饮行业始终面临着“三高一低”（原材料、人工、房租高，经营利润低）的经营困境，在疫情影响下该现象更加凸显——疫情使得门店收入受到影响，但是人工、房租等成本偏刚性，经营杠杆作用之下导致门店经营利润率的大幅波动，其中经营杠杆高的餐饮品牌在面对疫情的冲击时盈利能力更为脆弱。我们将重点关注的餐饮企业疫情前后的原材料、员工、租金及折摊开支率⁴逐一列出，收入扣除完以上开支后⁵的比率定义为“剩余利润空间”，可见：

- 九毛九由于旗下品牌较强的品牌势能、高坪效以及快时尚餐饮较强的成本费用管控，其剩余利润空间在疫情前后皆处于可比同业的较高的水平，2019-2021 年的剩余利润空间分别为 21.7%、16.8%、21.9%，是可比同业中 2021 年唯一恢复至疫情前水平的企业；
- 海底捞“连住利益、锁住管理”的经营策略使公司将租金折摊节约的成本投入在员工身上，故公司员工成本率始终处于较高水平，员工的高质量服务则进一步增强公司品牌形象，提升对外议价能力，节省租金折摊开支，从而形成正向循环。但较高的员工开支，叠加火锅业态相对较高的原材料成本率、大店的经营模式，单店坪效的下降将大幅压缩企业利润空间，故而在受到疫情影响的 2020 及 2021 年，海底捞的剩余利润空间分别为 10.8%、7.2%，较疫情前分别下降了 8.0 pcts、11.5pcts，高的经营杠杆易造成巨大的业绩波动；
- 呷哺呷哺 2019-2021 年的剩余利润空间分别为 17.8%、9.7%、8.7%。与九毛九相比，公司原材料、员工成本率相差不大，但租金开支率高于九毛九，由此压缩了公司的剩余利润空间，我们认为这或源于两点原因：1）呷哺呷哺不断进行门店升级、凑凑的门店主题多元化使得标准化程度较低，两者致使公司折摊率较高；2）品牌势能强劲决定了公司对外租金的议价能力，与九毛九相比，公司的主品牌呷哺呷哺主要分布在华北地区，品牌势能具有一定提升空间；

⁴ 房租成本的科目主要包括物业租金、折旧与摊销、财务成本中的租赁负债利息，此处将租金及折摊合并在一起以便更好地分析。

⁵ 除百胜中国以外的餐饮企业的员工、租金折摊里面包含了总部的员工和租金折摊，仅百胜中国仅包含餐厅层面的开支，且百胜的租金折摊开支中还包含了其他经营开支，百胜中国数据仅作参考。

- 奈雪的茶员工、租金开支率较高，影响了公司的盈利能力，使得公司在 2019-2021 年的剩余利润空间分别为 11.5%、9.4%、12.7%，2019 及 2020 年的利润空间是五家餐饮企业中最底的一个。2021 年公司供应链能力的提升大幅减少了原材料成本率，提升了公司的利润空间，针对另外两项高企的成本开支，公司预计在 2022 年，大部分新开门店的租金都采用营业额扣点模式，同时落地自动化技术以优化员工开支等，以有效管控自身刚性成本，降低外部风险事件对单店造成的负面影响，我们将持续观察公司未来的单店经营表现；
- 海伦司在疫情前即 2019 年各项开支控制得当，以及 10%+ 门店为加盟店（成本开支较小），实现 31.2% 的最高剩余利润空间，而在疫情爆发后的 2020 及 2021 年，公司的剩余利润空间分别下降至 20.8% 及 14.9%，但在餐饮同业中始终处于较高水平。若聚焦 2021 年，海伦司利润空间降幅最高，主要是由于公司在该年员工待遇提升以及储备员工较多导致员工开支率大幅增加，我们预计该费率未来随着新店占比的下降以及员工人数的优化其下降空间较大，假设 2021 年该费率控制在 2020 年水平，公司的剩余利润空间可达 23.3%。
- 百胜中国由于是相对偏必选消费的西式快餐餐饮企业，疫情下剩余利润空间逐年提升，于 2021 年达 16.0%。与其他餐饮企业相比，百胜中国的原材料成本率最低，疫情前员工成本在不包含总部员工的情况下与九毛九接近的同时高于海伦司。

表 8：各餐饮企业的费用开支率及利润空间

	九毛九	海底捞	呷哺呷哺	奈雪的茶	海伦司	百胜中国
2019 年						
原材料	36.7%	42.3%	36.9%	36.6%	34.7%	31.4%
员工成本	25.9%	30.1%	25.6%	30.0%	18.7%	25.2%
租金及折摊	15.7%	8.8%	19.7%	21.9%	15.4%	29.7%
剩余利润空间	21.7%	18.7%	17.8%	11.5%	31.2%	13.7%
2020 年						
原材料	38.5%	42.9%	39.0%	37.9%	33.2%	31.7%
员工成本	27.5%	33.8%	27.1%	30.1%	25.8%	23.4%
租金及折摊	17.1%	12.5%	24.1%	22.6%	20.2%	30.1%
剩余利润空间	16.8%	10.8%	9.7%	9.4%	20.8%	14.8%
2021 年						
原材料	36.8%	43.7%	38.1%	32.6%	31.4%	31.3%
员工成本	25.3%	36.2%	29.8%	33.2%	34.2%	22.8%
租金及折摊	16.1%	12.9%	23.4%	21.6%	19.5%	29.9%
剩余利润空间	21.9%	7.2%	8.7%	12.7%	14.9%	16.0%
21 vs 20						
原材料	(1.7 pcts)	0.9 pct	(1.0 pct)	(5.3 pcts)	(1.8 pcts)	(0.4 pct)
员工成本	(2.3 pcts)	2.4 pcts	2.7 pcts	3.1 pcts	8.4 pcts	(0.6 pct)
租金及折摊	(1.1 pcts)	0.3 pct	(0.7 pct)	(1.0 pct)	(0.7 pct)	(0.2 pct)
剩余利润空间	5.1 pcts	(3.6 pcts)	(1.0 pct)	3.3 pcts	(5.9 pcts)	1.1 pcts
21 vs 19						
原材料	0.1 pct	1.4 pcts	1.2 pcts	(4.0 pcts)	(3.3 pcts)	(0.1 pct)
员工成本	(0.6 pct)	6.1 pcts	4.2 pcts	3.1 pcts	15.5 pcts	(2.4 pcts)

租金及折摊	0.4 pct	4.0 pcts	3.7 pcts	(0.4 pct)	4.1 pcts	0.2 pct
剩余利润空间	0.1 pct	(11.5 pcts)	(9.1 pcts)	1.2 pcts	(16.3 pcts)	2.3 pcts

资料来源：公司公告，华金证券研究所

此外，对于部分餐饮企业，我们在一定的参数假设下，测算了不同餐饮品牌的盈亏平衡所对应的翻座率。太二、海底捞、凑凑、呷哺呷哺和海伦司盈亏平衡时所需的翻座率分别为 2.2、3.1、2.0、2.7 和 0.7，海伦司的减法战略使得公司的固定成本极低，翻座率不满 1 次就能达到盈亏平衡点。海底捞沿袭我们之前提到过的，由于较高的原材料及员工成本，经营杠杆高，要达到盈亏平衡所需的翻座率要求最高。总的来说，对于餐饮连锁，目前环境不仅面对着“三高一低”的经营困境，并且在疫情大环境之下，高经营杠杆的单店模型易受到巨大的冲击。

表 9：各餐饮品牌盈亏平衡下的翻座率

	太二	海底捞	凑凑	呷哺呷哺	海伦司
资本开支（万元）	200	900	500	175	90
单店面积（平方米）	250	800	500	250	380
员工月薪（元）	6,500	8,000	6,500	5,000	6,000
员工人数（人）	30	110	40	20	13
租赁成本（每月每平方米人民币元）	350	150	350	250	100
单店销售额（万元）	706	2,758	1,200	388	270
原材料成本率	36.8%	43.7%	37.0%	36.0%	31.4%
水电开支率	3.2%	3.5%	3.3%	3.3%	3.1%
顾客人均消费（元）	80	100	141	63	70
座位数	110	250	120	65	160
盈亏平衡时的翻座率	2.2	3.1	2.0	2.7	0.7

资料来源：公司公告，华金证券研究所

3、门店经营利润率：2021 年太二品牌经营效率优异

企业间的对比来看，因各品牌于 2020 年的经营数据较全，我们据此分析，可以看到的是疫情下太二与海伦司品牌的门店经营利润居于前列，展现出较强的经营韧性与盈利能力。从 2021 年最新的数据来看，太二、九毛九、奈雪的茶、海伦司、肯德基、必胜客于 2021 年的门店经营利润率分别为 21.8%、12.9%、14.5%、16.6%、14.9%、10.7%，分别同比+3.4pcts、+7.4pcts、+2.3pcts、-2.0pcts、-1.4pcts、+0.2pct，与 2019 年同期相比+1.0pct、-3.8pcts、-1.8pcts、N/A⁶、-2.9pcts、-0.4pct，2021 年太二、九毛九的门店经营利润率提升显著，其中太二的门店经营利润率较疫情前水平提升了 1.0pct，展现出太二品牌优异的单店模型及高效的门店经营效率。

海伦司 2021 年的门店经营利润稍有下滑，但仍处于餐饮企业的前列，其一线/二线/三线及以下城市的门店经营利润率分别+15.4/-4.4/-3.2pcts 至 0.0%/16.9%/23.3%，一线城市门店经营利润率由负转正，二线和三线及以下城市主要受疫情扰动及新店存在爬坡期等因素，利润率有所下降，但门店经营利润率但绝对金额仍然较高，我们预计随着疫情的缓解及新店占比下降，公司门店经营利润率将逐步得到提升。

⁶ 海伦司未披露 2019 年门店经营利润率。

值得注意的是，2021 年上半年在疫情影响较小、成熟门店占比较高的情况下，奈雪的茶门店经营利润率达 19.2%，下半年受疫情影响以及大量新开门店存在爬坡期以及前期开办费用，门店经营利润承压，预计随着疫情的影响降低、消费习惯的逐步建立、门店经营步入成熟，奈雪的茶盈利能力将逐步恢复，远期门店整体经营利润率或可达 20%左右的水平。

表 10：各餐饮企业的门店经营利润率

	2019	2020	2021	21vs. 20	21vs. 19	1H21	2H21
太二	20.8%	18.5%	21.8%	3.4pcts	1.0pct	23.4%	20.3%
九毛九	16.7%	5.5%	12.9%	7.4pcts	-3.8pcts	7.8%	18.0%
呷哺呷哺		6.9%				7.2%	
凑凑		13.4%				11.7%	
奈雪的茶	16.3%	12.2%	14.5%	2.3pcts	-1.8pcts	19.2%	10.0%
海伦司		18.6%	16.6%	-2.0pcts			
肯德基	17.8%	16.3%	14.9%	-1.4pcts	-2.9pcts	18.4%	
必胜客	11.1%	10.5%	10.7%	0.2pct	-0.4pct	14.2%	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

4、总部费用率：奈雪的茶总部费用率下降空间大

餐饮企业单店模型与扩张空间是决定企业未来成长空间最关键的两个要素，但除此之外，总部费用也一定程度上反映一个餐饮企业的经营管理能力。我们将总部费用率用企业门店经营利润率减去经调整的税前利润率进行测算，九毛九、奈雪的茶、海伦司、百胜中国于 2021 年的总部费用率⁷分别为 7.1%、17.7%、8.2%、4.3%，分别同比-2.1pcts、1.1pcts、2.2pcts、0.8pct，经营较为成熟稳定的百胜中国的总部费用率保持在较低的水平，奈雪的茶总部费用较高，下降空间大，预计随着公司规模不断增长，其总部费用率将不断下降。

表 11：各餐饮企业的总部费用率

	2019	2020	2021	21vs. 20	21vs. 19
九毛九	7.1%	9.2%	7.1%	-2.1pcts	-0.1pct
呷哺呷哺		7.3%			
奈雪的茶	16.7%	16.6%	17.7%	1.1pcts	1.0pct
海伦司		6.1%	8.2%	2.2pcts	
百胜中国	4.4%	3.5%	4.3%	0.8pct	-0.1pct

资料来源：公司公告，华金证券研究所

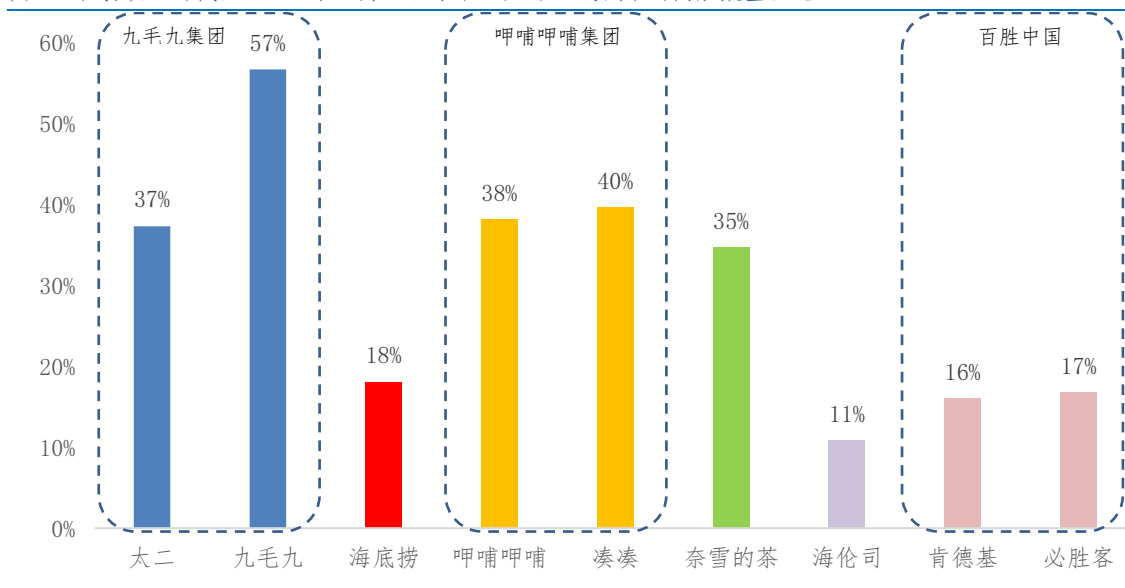
三、投资建议

总体来看，强势能的餐饮品牌在 2021 年加速扩张，叠加良好的同店销售增长、高效的单店模型、优异的经营管理能力，实现亮眼的经营业绩，其中以九毛九与海伦司为代表。站在当前时点，由于以北上广深一线城市为代表的全国多地受 Omicron 的严重影响，我们统计了各餐饮品牌截至 2022 年 5 月 4 日于一线城市的门店数量占比，太二/九毛九、海底捞、呷哺呷哺/凑凑、奈雪的茶、海伦司一线城市门店占比分别为 37%/57%、18%、38%/40%、35%、11%、16%/17%，

⁷ 海底捞和呷哺呷哺没有公布餐厅层面经营利润，故而此处没有计算其总部费用率。

在高线城市建立品牌势能的太二/九毛九、呷哺呷哺/凑凑和奈雪的茶的一线城市门店占比较高，受到的影响更大，海底捞、海伦司、肯德基、必胜客受到的影响相对较小。

图 4：各餐饮品牌截至 2022 年 5 月 4 日于北上广深一线城市的门店数量占比



资料来源：窄门餐眼，华金证券研究所

表 12：各餐饮品牌的一线城市门店数量（截至 2022 年 5 月 4 日）

	门店数	上海门店	深圳门店	北京门店	广州门店	一线门店占比
太二	362	40	39	22	34	37%
九毛九	83	0	11	0	36	57%
海底捞	1323	73	48	74	44	18%
呷哺呷哺	834	37	3	276	2	38%
凑凑	192	32	14	22	8	40%
奈雪的茶	878	68	128	49	59	35%
海伦司	878	33	39	7	16	11%
肯德基	8783	439	328	393	248	16%
必胜客	2655	139	84	151	70	17%

资料来源：窄门餐眼，华金证券研究所

由于疫情是影响餐饮行业经营表现的最重要的 β ，某个城市的防疫管控不仅影响自身也辐射周边多个地区，使得人员流动和外出就餐减少，我们观察到的餐饮企业在 3-4 月的经营数据走势偏弱，且这一趋势将大概率延伸至 5 月。我们预计疫情影响将边际趋弱，**2022 年下半年餐饮行业有望迎来经营业绩反弹，但股价的反弹或先于此。**我们建议投资者积极关注在外部风险事件冲击下经营韧性强、盈利能力突出的具备强 α 的餐饮企业九毛九(9922.HK)、海伦司(9869.HK)：

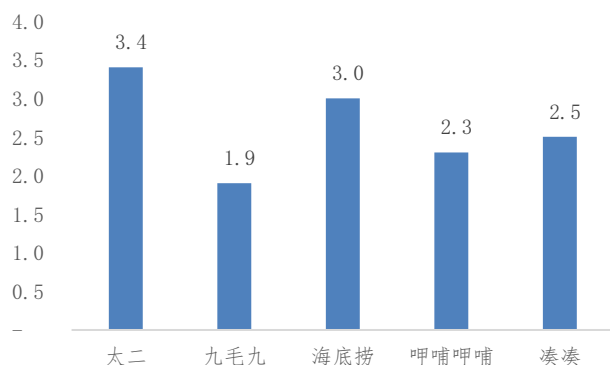
九毛九(9922.HK)：高速扩张期、经营效率优异、多品牌发展的成长型企业

我们认为，九毛九是一家具有新消费思维的平台型餐饮企业，在战略思维、组织架构、激励机制、供应链管理、IT 信息化建设等诸多方面显著优于行业平均水平。

目前，核心品牌太二酸菜鱼正处于高速扩张周期，品牌在疫情冲击下的经营表现好于同业（2021 年翻座率为 3.4，同期海底捞/呷哺呷哺/凑凑分别为 3.0/2.3/2.5），单店坪效领先，所处品

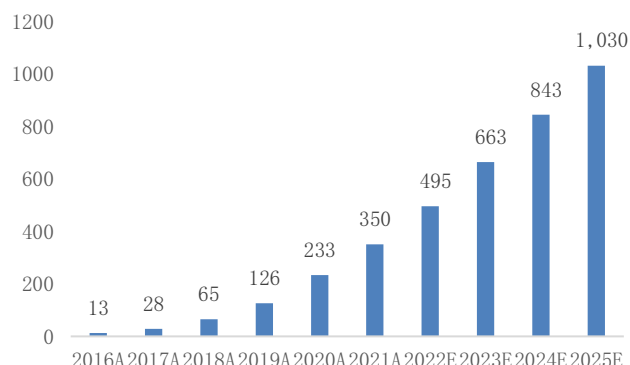
类未来成长空间巨大。我们预计太二门店凭借较强的品牌势能将于 2022 年加速扩张，门店数量有望从 2021 年末的 350 间增加至 2025 年的 1030 间，远期或达到千店里程碑。

图 5：2021 年各餐饮品牌的翻座率（次/天）



资料来源：公司公告，华金证券研究所 注：海底捞、凑凑为翻台率。

图 6：太二品牌的门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

与同业相比，公司有着完整且可复制的新品牌打造方法论，平台化助力多品牌发展，我们亦看好其新品牌怂火锅的发展潜力，判断其门店数量有望从 2021 年的 9 间增加至 2025 年 101 间，助力公司业绩于未来 3-5 年保持高速增长。

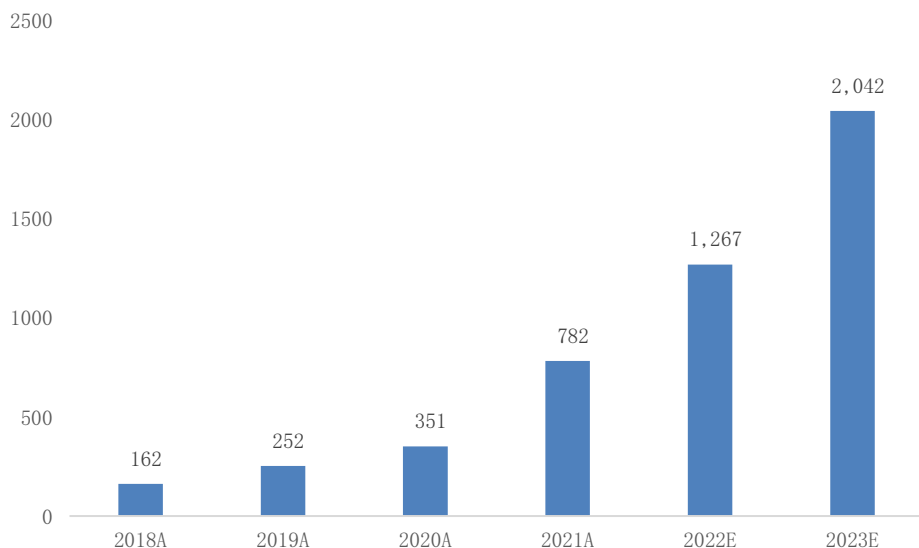
从近期数据来看，2022 年 1-2 月太二/九毛九品牌的同店收入恢复至 2021 年同期的 87%/91%（约为 2019 年同期的 91%/79%），经营情况环比不断改善。而 3 月因受疫情的严重影响（以深圳、上海为代表），同店收入分别仅恢复至 2021 年同期的 60%/80%（约为 2019 年同期的 58%/62%）。

目前来看，新冠疫情在全国多地大规模爆发，压制了公司的业绩复苏，预计随着生活恢复正常，公司业绩向上弹性较大。同时，公司疫情下的经营表现好于同业，旗下太二品牌单店坪效高（350 家太二门店于 2021 年 11 月坪效在购物中心正餐排名前三的门店占比 90%）。我们看好公司多品牌发展及平台化运营的战略，相信当行业 β 来临之时，公司将释放出更强的增长动能。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.5/8.5/12.0 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 37/24/17 倍，维持公司“买入-A”的评级。

海伦司（9869.HK）：同店销售持续增长、成长空间大的连锁酒馆龙头

海伦司创立于 2009 年，目前已成为中国最大的连锁酒馆网络。公司发展正处于高速扩张成长阶段，2021 年公司酒馆数量同比增长 132%至 782 家，公司计划于 2022-2023 年分别实现新开酒馆 630/900 家。由于疫情反复，我们谨慎假设公司门店数量在 2022-2023 年分别净增 485/775 家，于 2023 年达到 2042 间门店，未来成长空间巨大。

图 7：海伦司的门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

海伦司在战略上持续做减法，以“极致性价比”定位突围酒馆行业内卷，单店模型优秀（2021 年自有品牌毛利率为 80%，同时固定成本较泛餐饮同业更有优势），盈亏平衡时间仅为 3 个月（2020 年），投资回收周期为 6 个月左右，在二线、三线及以下城市极具穿透力。我们预计公司将于 2022 年加大对下沉市场的布局，进入 80+ 个新的三线及以下城市，但由于未来疫情及宏观环境的发展具有不确定性，公司表示将针对外部环境的变化滚动进行调整和开店，而从 2021 年公司单月最高新开 80+ 门店数量来看，我们认为当外部环境有所好转后，公司有完成其开店目标。

海伦司在一线城市的门店数量占比约为 11%，3 月开始的疫情封控对海伦司的业绩影响相对有限。而中国酒馆行业高度分散且持续增长，海伦司作为连锁酒馆行业龙头将成为中低端市场的主要整合者，未来 3 年扩张与业绩增长潜力巨大。我们预测公司 2022-2024 年经调整净利润分别为 3.0/6.0/10.0 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 37/18/11 倍，维持公司评级为“买入-B”。

表 13：餐饮行业重点公司的估值情况（截至 2022 年 5 月 4 日）

公司名称	股票代码	股票价格	市值	盈利预测 (CNY, 亿元)				CAGR	市盈率			
		原始币种	原始币种, 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
九毛九	9922.HK	16.9	245.6	3.4	5.5	8.5	12.0	48%	59	37	24	17
海伦司	9869.HK	10.6	134.3	1.0	3.0	6.0	10.0	83%	110	37	18	11
奈雪的茶	2150.HK	4.74	81.3	(1.5)	0.8	3.3	4.9	147%	(44)	83	20	14
海底捞	6862.HK	14.8	825.0	(41.6)	13.3	27.5	39.2	72%	(16)	51	25	17
呷哺呷哺	0520.HK	3.18	34.5	(2.9)	(0.0)	1.0	3.4	不适用	(10)	(2,723)	28	8
百胜中国-S	9987.HK	331.6	1,398.3	65.0	51.8	65.7	73.8	19%	18	22	17	16

资料来源：wind，华金证券研究所 注：九毛九、海伦司、奈雪的茶盈利预测为华金预测值，其余盈利预测为万得一致预测。

四、风险提示

新冠疫情的持续性影响。若疫情持续影响居民的正常生活，导致线下消费客流不断减少，则将大幅影响餐饮企业的经营表现。

食品安全风险影响品牌形象。餐饮行业对食品安全的要求极为严格，若出现食品安全问题，餐饮品牌形象将受到负面影响。

原材料价格上涨或者短缺。餐饮行业的原材料多为价格波动、品质难控的农产品，供给端存在不确定性，若无强大的供应链能力，则有可能面临原材料短缺或者上涨风险，进而影响公司毛利率水平或产品稳定性。

激烈的市场竞争。由于餐饮行业竞争激烈，且消费者喜好变化迅速，如果餐饮企业无法保持品牌势能，则有被取而代之的可能性。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn