

## 掘金餐饮行业，海底捞、九毛九、呷哺呷哺深度对比

上次评级: 优于大势

### 报告摘要:

**行业情况:** 中国餐饮行业规模大 (2018 年达到 4 万亿), 增速快 (2011-2018 年 CAGR 为 11.7%), 但连锁化率较低 (低于 10%, 美国/日本高于 50%)。从餐饮行业发展方向来看, 纵向主要是连锁化率提升、深耕供应链, 横向主要是多品牌战略、餐饮零售化、外卖。由于餐饮行业整体比较分散, 赛道之间的差异很大, 我们认为火锅 (第一大品类, 市占率 11.3%) 和休闲餐饮 (增速达到 25.1%) 是优质赛道, 这两个赛道空间大受众广, 标准化程度高, 适合规模扩张。

**核心竞争力:** 三大餐饮龙头均起步于 90 年代, 2010 年以后开店提速。股权均较为集中, 创始人和实际控制人持股达到 40% 以上, 且创始人均有餐饮行业 22 年以上的从业经历, 经验非常丰富。**管理体系:** 海底捞的核心在于连住利益、锁住管理, 独创师徒制, 建立了行业领先的薪酬体系; 九毛九拥有开放/创新/共赢的企业文化; 呷哺呷哺设立了四级管理架构。**供应链:** 海底捞主要向关联方采购, 与主要供应商关系超过 5 年; 九毛九和呷哺呷哺主要向第三方采购, 与主要供应商关系分别超过 3 年/5 年。**质量管理体系:** 三家企业均有较为严格的质量管理制度, 海底捞还使用了数字化软件促进食品安全监测的可视化和及时性。

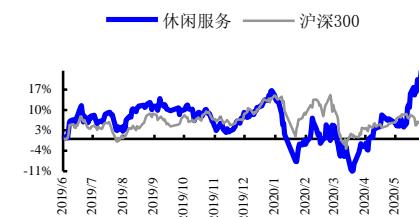
**投资建议:** 近年来以海底捞/九毛九/呷哺呷哺为例的龙头企业纷纷上市, 获得资本支持以后快速开店。龙头企业凭借卓越的管理能力、强大的供应链体系、严格的食品安全控制, 市占率迅速提升。疫情加速了中小餐饮企业的出清, 消费者也会更倾向于去品牌餐饮就餐。海底捞主打服务, 太二主打个性化和口味, 呷哺呷哺主打性价比和茶饮, 三家企业形成差异化竞争。餐饮行业连锁化率提升, 带动餐饮产业链快速发展的逻辑逐渐兑现。建议投资者积极关注单店模型优秀/正处于快速开店期的海底捞、九毛九, 单店模型改善/估值低估/凑凑快速开店的呷哺呷哺。

**风险提示:** 宏观经济下行; 疫情继续扩散; 食品安全风险等

### 重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE		评级	
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E		
海底捞	35.00	0.44	0.27	0.99	71.43	116.41	31.75	买入
九毛九	13.54	0.12	0.04	0.27	101.92	274.37	45.28	买入
呷哺呷哺	8.57	0.27	0.04	0.53	28.50	192.40	14.52	买入

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	13.71%	16.07%	20.98%
相对收益	12.80%	16.88%	13.55%

### 行业数据

成分股数量 (只)	34
总市值 (亿)	4088
流通市值 (亿)	3799
市盈率 (倍)	43.44
市净率 (倍)	4.12
成分股总营收 (亿)	1405
成分股总净利润 (亿)	87
成分股资产负债率 (%)	43.84

### 相关报告

- 《海底捞 (6862.HK): 火锅龙头壁垒深厚, 软硬实力打造超级品牌》 2020-06-03
- 《五一带来旅游需求复苏, 三亚免税超预期》 2020-05-10
- 《五一促进旅游需求释放, 业绩有望加速恢复》 2020-04-26
- 《经营情况逐渐修复, 板块有望迎来反弹》 2020-04-12
- 《促消费政策陆续出台, 行业逐渐复苏》 2020-03-29

### 证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003  
 (021) 20361142 lihui@nesc.cn

### 证券分析师: 徐乔威

执业证书编号: S0550519080008  
 18801903371 xuqw@nesc.cn

## 目录

<b>1. 餐饮行业：连锁化率逐渐提升，火锅和休闲快餐是优质赛道 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 餐饮行业规模较大，行业集中度较低.....	5
1.2. 餐饮行业发展方向：纵向提升连锁化率，横向开启零售/外卖/多品牌战略.....	7
1.3. 精选优质赛道：火锅和休闲快餐赛道较优.....	8
<b>2. 核心竞争力：餐饮龙头的管理体系/供应链/食品安全控制能力较强.....</b>	<b>10</b>
2.1. 股权结构稳定，管理层经验丰富 .....	10
2.2. 管理体系对比：龙头企业各有侧重.....	12
2.2.1. 海底捞：连住利益、锁住管理。 .....	12
2.2.2. 九毛九：企业文化开放创新，股权激励助力共赢。 .....	15
2.2.3. 呷哺呷哺：设立四级管理架构和店长负责制 .....	16
2.3. 供应链体系：龙头企业的供应链体系较为完善 .....	16
2.4. 食品安全控制：食品安全为餐饮企业重中之重 .....	18
<b>3. 财务对比：海底捞收入利润规模较大，成本费用率较低.....</b>	<b>19</b>
<b>4. 经营情况对比：龙头企业均有翻倍以上的开店空间 .....</b>	<b>22</b>
4.1. 餐饮行业商业模式：业绩增长主要来自于门店扩张.....	22
4.2. 单店营收：海底捞和太二坪效较高.....	23
4.3. 翻台率：海底捞和太二翻台率较高.....	23
4.4. 客单价：持续提升，增速超过 CPI 增速 .....	24
4.5. 单店模型：海底捞/太二单店经营利润率较高.....	25
4.6. 门店情况：海底捞/呷哺呷哺门店较多，湊湊/太二开店较快.....	26
4.7. 开店空间测算：龙头企业均有翻倍以上的开店空间.....	29
4.7.1. 开店空间测算方法一：考虑常住人口和餐饮社会零售总额 .....	29
4.7.2. 开店空间测算方法二：考虑开店的边际收入与边际成本相等得到最优规模.....	30
<b>5. 投资建议：疫情有望加速餐饮行业连锁化率提升.....</b>	<b>31</b>
<b>6. 风险提示.....</b>	<b>32</b>
6.1. 宏观经济下行.....	32
6.2. 疫情继续扩散.....	32
6.3. 食品安全问题.....	32

## 图表目录

图 1: 中国餐饮行业收入和增速 .....	5
图 2: 中国餐饮行业分类 .....	5
图 3: 中美日城镇化率水平 (%) .....	5
图 4: 中美人均可支配收入 (人民币) .....	5
图 5: 年轻人更偏好外出就餐 .....	6
图 6: 中美日餐饮企业连锁化率 .....	6
图 7: 中美餐饮企业 TOP50 份额对比 .....	6
图 8: 连锁门店增速是行业门店增速的 3 倍 .....	7
图 9: 品牌餐饮开启零售业务 .....	7
图 10: 海底捞智慧餐厅 .....	7
图 11: 海底捞智能厨房 .....	7
图 12: 西贝各代店菜品数量和面积情况 .....	8
图 13: 中国餐饮各品类连锁化率 .....	8
图 14: 美国餐饮各品类 CR3 市占率 .....	8
图 15: 火锅行业收入及占比 (亿元) .....	9
图 16: 2017 年不同餐饮业态经营情况对比 .....	9
图 17: 休闲快餐收入及增速 (亿元) .....	9
图 18: 海底捞/九毛九/呷哺呷哺发展历程 .....	10
图 19: 海底捞/九毛九/呷哺呷哺股权结构 .....	11
图 20: 海底捞店长薪酬选择方式 .....	13
图 21: 海底捞的组织架构 .....	14
图 22: 公司员工发展途径 .....	15
图 23: 九毛九的组织架构 .....	16
图 24: 呷哺呷哺的四级管理架构 .....	16
图 25: 海底捞多元化业务/投资布局/供应链体系 .....	18
图 26: 营业收入 (万元) 规模及增速 .....	20
图 27: 归母净利润 (万元) 规模及增速 .....	20
图 28: 经营利润率对比 .....	21
图 29: 净利润率对比 .....	21
图 30: 营收结构对比 .....	21
图 31: 经营利润对比 .....	21
图 32: 各项成本占收入比 .....	22
图 33: 各项费率情况对比 .....	22
图 34: 餐饮行业商业模式 .....	22
图 35: 整体单店营收及坪效对比 .....	23
图 36: 同店单店营收对比 .....	23
图 37: 整体翻台率及增速对比 .....	24
图 38: 同店翻台率及增速对比 .....	24
图 39: 客单价对比 .....	25
图 40: 门店数量及增速对比 .....	27
图 41: 门店分布对比 .....	27
图 42: 海底捞门店以华东、华南辐射全国 .....	28
图 43: 九毛九门店以华南为主 .....	28

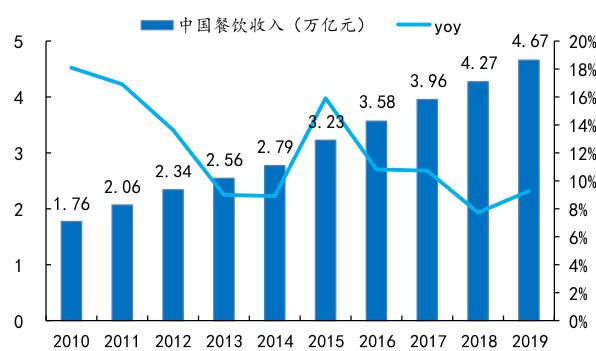
图 44: 呷哺呷哺门店以华北、东北为主 .....	28
图 45: 各个品牌预计新开门店数量 .....	30
图 46: 连锁餐饮品牌在国内门店数量 .....	30
图 47: 海底捞（收入-可变成本）和固定成本随着门店数量的变化图（万元） .....	31
表 1: 餐饮赛道对比 .....	10
表 2: 海底捞管理层 .....	11
表 3: 海底捞管理体系变革 .....	12
表 4: 餐饮龙头供应链对比 .....	17
表 5: 公司关联方相关信息 .....	17
表 6: 成熟门店模型测算（万元） .....	26
表 7: 海底捞开店空间预测 .....	29
表 8: 以一线城市为例测算海底捞开店空间 .....	29
表 9: 三大龙头与美国餐饮龙头对比情况（单位：亿元人民币） .....	32

## 1. 餐饮行业：连锁化率逐渐提升，火锅和休闲快餐是优质赛道

### 1.1. 餐饮行业规模较大，行业集中度较低

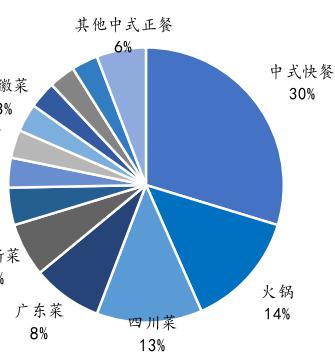
中国餐饮行业规模大增速快，受宏观经济影响有限。2019年中国餐饮行业的规模超过4.67万亿元，2010-2019年CAGR为11.4%。餐饮行业属于刚需，受宏观经济的影响有限。根据弗若斯特·沙利文测算，预计2019-2022年餐饮行业CAGR为9.6%。中国餐饮行业品类众多，可以分为中式正餐和中式快餐。正餐中辣味受众最广，因此火锅/四川菜市占率较高，分别达到14%/13%，其次是广东菜/江浙菜/湖南菜等。

图 1：中国餐饮行业收入和增速



数据来源：国家统计局，东北证券

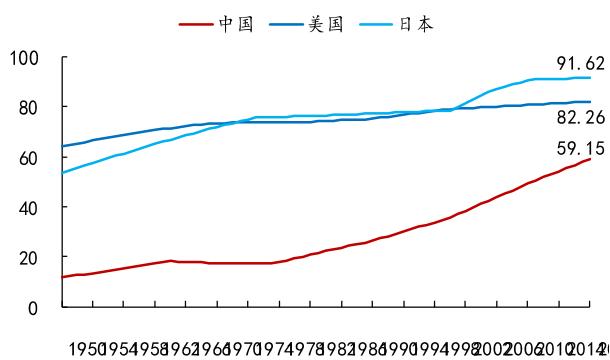
图 2：中国餐饮行业分类



数据来源：弗若斯特·沙利文，东北证券

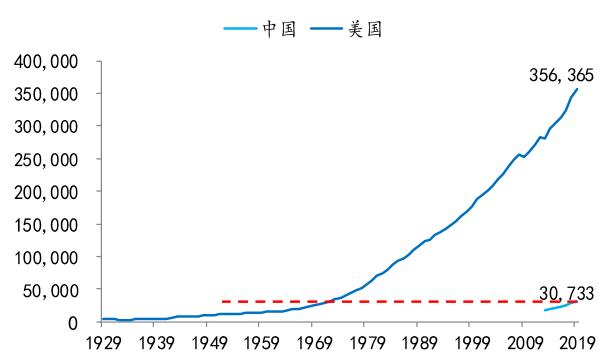
随着城镇化率和人均可支配收入提升，消费者外出就餐的比例和消费金额都相应提升，带来中国餐饮行业的快速发展。2019年中国的城镇化率为60.6%，相当于美国1940年代和日本的1950年代，近年来中国城镇化率以每年1%的增速逐渐提升。2019年中国可支配收入为3万元人民币，相当于美国的1970年代，仅为美国人均可支配收入的9%，未来还有很大的提升空间。

图 3：中美日城镇化率水平（%）



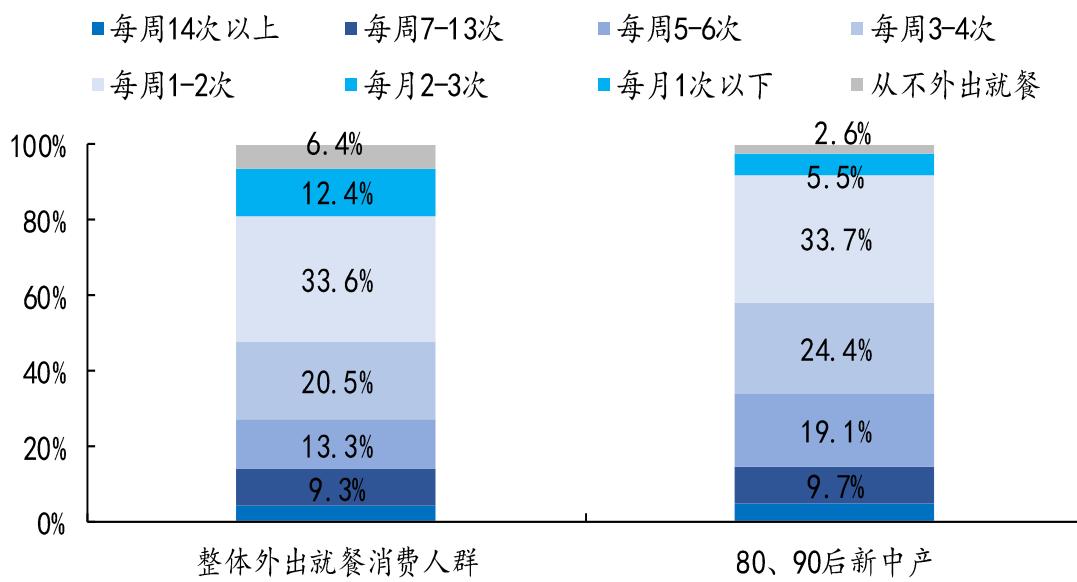
数据来源：Wind，东北证券

图 4：中美人均可支配收入（人民币）



数据来源：Wind，东北证券

图 5: 年轻人更偏好外出就餐

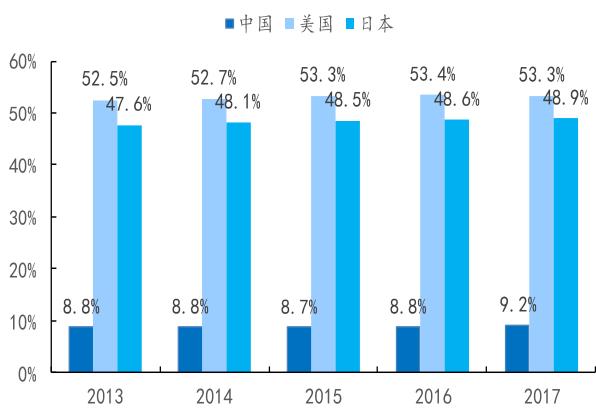


数据来源：欧睿国际，东北证券

我国餐饮行业连锁化率远低于发达国家，近年来连锁化率逐渐提升。我国餐饮行业的连锁化率低于 10%，相比美国、日本 50% 左右的连锁化率，仍然有很大的发展空间。近年来我国餐饮企业连锁化率不断提升，主要因为连锁品牌拥有更强大的资本平台、更高的品牌认知、更好的食品安全控制能力，能提供优质食品和服务。

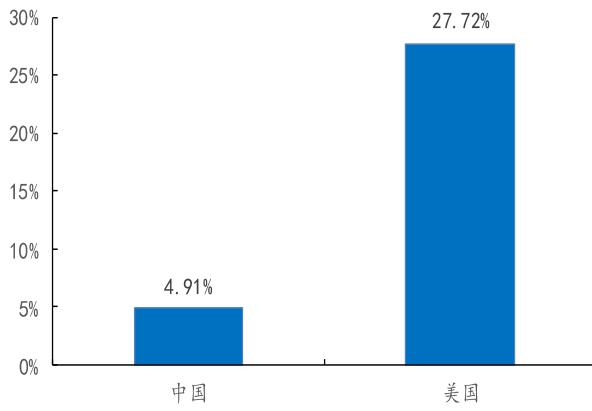
餐饮行业集中度低，我国餐饮行业集中度提升空间较大。从需求端看，消费者口味多元化，在不同时期会选择不同的细分领域，粘性低；从供给端看，餐饮行业门槛低，我国菜系众多且地域差异较大。美国 TOP50 餐饮企业市占率高达 27.72%，而国内 TOP50 餐饮企业市占率仅 4.91%。近年来餐饮行业集中度提升明显，以行业市占率最高的海底捞为例，2015-2019 年公司的市占率从 0.2% 提升到 0.7%。

图 6: 中美日餐饮企业连锁化率



数据来源：欧睿数据库，前瞻产业研究院，东北证券

图 7: 中美餐饮企业 TOP50 份额对比

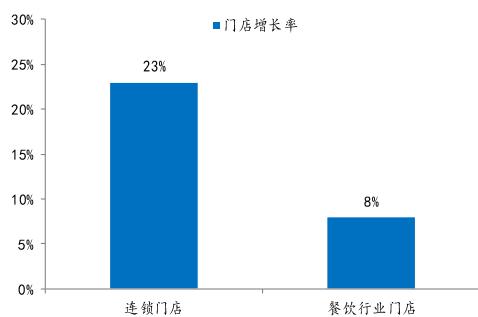


数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

## 1.2. 餐饮行业发展方向：纵向提升连锁化率，横向开启零售/外卖/多品牌战略

**纵向：连锁化率提升、深耕供应链。横向：餐饮零售化、外卖、多品牌战略。** 连锁化率提升：从供给端看，连锁餐饮在品牌/管理体系/供应链/食品安全/资本方面的优势越来越明显；从需求端看，消费者追求品质，也更倾向于去品牌餐饮门店就餐。餐饮零售化：核心是把商品数字化、产品标准化，突破服务人数上限和消费场景限制。国内超过74%的连锁品牌自建有中央厨房，超过50%的餐饮品牌正在研发可直接加热使用的标准化半成品。外卖业务：扩大时间段和覆盖半径。从时间段看，外卖业务的消费时间段已经从午餐/晚餐拓展到早餐/下午茶/夜宵。从渗透半径看，堂食主要覆盖范围在1-2公里，外卖可以覆盖3公里及以上，扩大消费者的数量。

图 8：连锁门店增速是行业门店增速的3倍



数据来源：美团点评，老板餐饮内参，东北证券

图 9：品牌餐饮开启零售业务

品牌	零售业务
星巴克	罐装咖啡、茶、咖啡豆、咖啡杯等
海底捞	火锅底料、自煮火锅、半成品菜等
西贝	白兰瓜、大枣、牛羊肉等食材
广州酒家	月饼、速冻食品、广式腊味炒饭等
奈雪的茶	上线奈雪商场、茶叶礼盒等

数据来源：美团点评，老板餐饮内参，东北证券

**前厅服务化，后厨工业化。** 前厅服务化：提升顾客体验度。产品方面，现包水饺的领军品牌喜家德将产品细化出具体参数：长/高/厚分别为9/3.5/2.8厘米；海底捞推出可定制锅底产品的自动化设备，顾客可以根据个人喜好自行制定味道浓度/辣味程度/若干食材（如葱、蘑菇等）用量，真正做到千人千味。服务方面，西贝将点菜建议数据化，最合适点菜比例为1.5-1.7，服务员会提醒顾客点菜是否点多了，此外西贝还推出了无理由退菜；太二推出全透明厨房，让消费者吃的放心；海底捞推出智慧餐厅，通过投影和数字传感器等技术，为顾客提供全感官沉浸式就餐体验。后厨工业化：提效降本。利用中央厨房制作半成品，减少门店后厨面积和人员；利用机械臂配菜，提高效率并减少后厨人员。

图 10：海底捞智慧餐厅



数据来源：公司公告，东北证券

图 11：海底捞智能厨房



数据来源：公司公告，东北证券



提高时效、坪效、人效。时效方面，提高单位时间利用率（翻台率）和填补时间段空缺（有效营业时效）。提高翻台率：海底捞利用学生打折提高下午和晚上的翻台数量。提高有效营业时效：例如2018年海底捞86%的门店营业时间超过20小时；湊湊通过“火锅+茶憩”延长营业时段；奈雪的茶用“茶饮+软欧包”延伸到早餐。坪效方面，门店面积逐渐变小（海底捞/西贝/太二），精简SKU（太二）；分析顾客人数占比，调整2/4/多人桌占比等。人效：计件制/时薪制/优化排班/引入小时工（灵活用工）等；“3个人干5个人的活儿，拿4个人的工资”等用工激励方式成为行业通行原则。

图 12：西贝各代店菜品数量和面积情况

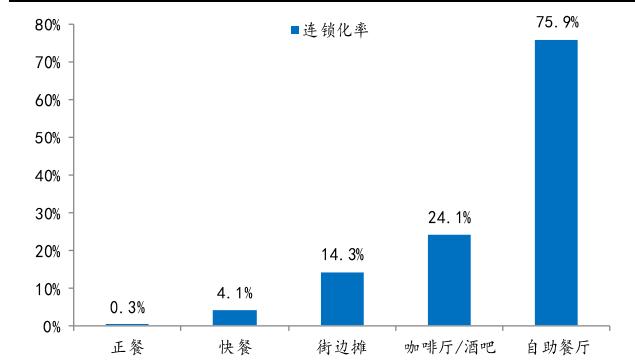


数据来源：美团点评，老板餐饮内参，东北证券

### 1.3. 精选优质赛道：火锅和休闲快餐赛道较优

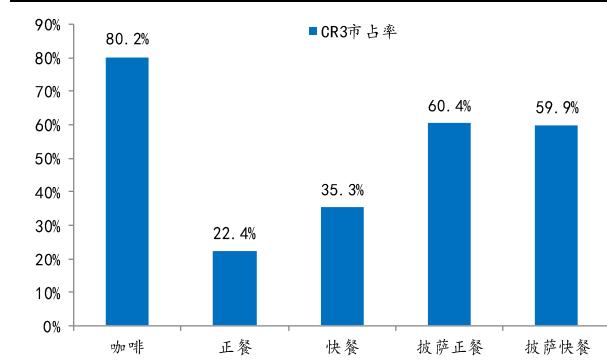
餐饮中的优质赛道需要具备有利于连锁化扩张的特性。中国餐饮行业品类丰富、集中度较低，很多赛道不利于连锁化扩张（如传统正餐，非标属性较强），优质赛道一般拥有以下两种特性：（1）空间大受众广，中国幅员辽阔，消费者口味差异较大，酸/辣/甜口味受众较广，整体市场空间较大。（2）标准化程度高，餐饮公司一般需要通过开店来提升规模，标准化程度对于公司能否快速开店、保持食品和服务品质、发挥供应链优势和规模优势等至关重要。从美国餐饮行业CR3市占率来看，茶饮>披萨>快餐>正餐。

图 13：中国餐饮各品类连锁化率



数据来源：欧睿国际，Bloomberg，东北证券

图 14：美国餐饮各品类CR3市占率

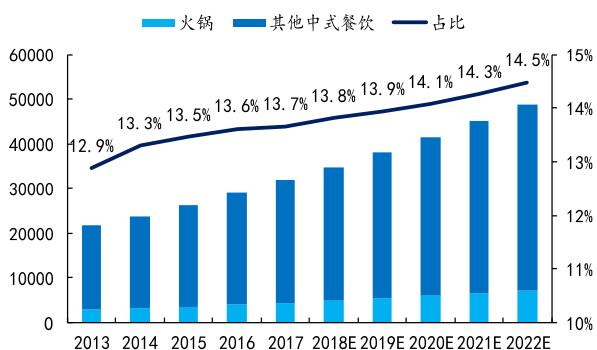


数据来源：欧睿国际，Bloomberg，东北证券



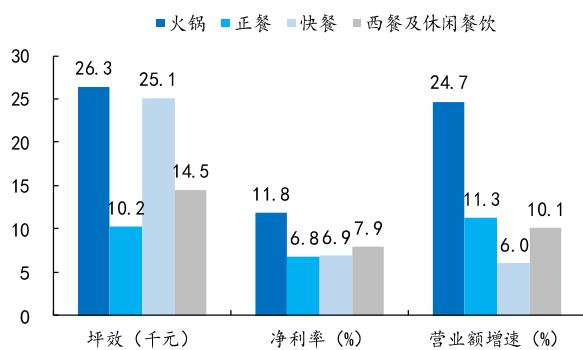
火锅是中国餐饮行业最佳赛道，具有标准化/个性化/社交属性/成瘾性四大特征。中国餐饮行业中火锅市占率第一（2019年规模5304亿元/占比13.9%），是最适合连锁化经营的赛道。火锅行业具有四大特征：（1）标准化：火锅行业不依赖厨师，锅底/蘸料/食材容易标准化，适合连锁化扩张。（2）个性化：火锅的锅底和食材选择余地较多，蘸料根据个人口味可以自由调节，满足国内大部分人的用餐需求。（3）社交属性：在用餐过程中，顾客需要频繁的涮煮，用餐互动性更强，使用手机的频率更低，社交属性较强。（4）成瘾性：火锅的重油/重辣等特点相对容易上瘾。因此中国前五大餐饮公司中有两家火锅公司。

图 15：火锅行业收入及占比（亿元）



数据来源：国家统计局，弗若斯特·沙利文，东北证券

图 16：2017 年不同餐饮业态经营情况对比



数据来源：美团点评，餐饮老板内参，东北证券

休闲快餐介于正餐和快餐之间，标准化程度较高、价格亲民（客单价50-150元）、翻台率较高、一般位于购物中心。2010年开始休闲快餐才成为主流，2018年中国快速休闲餐厅市场规模为1815亿元/市占率4.2%，代表性餐企有九毛九旗下的太二酸菜鱼、呷哺呷哺等。美国休闲快餐厅的典型代表是Chipotle（墨西哥烧烤）、Panera Bread、Panda Express等品牌。

图 17：休闲快餐收入及增速（亿元）



数据来源：弗若斯特·沙利文，东北证券

优质赛道对比：火锅行业规模最大，休闲快餐增速较快。火锅：市场规模最大、发展空间广、标准化程度高、行业市占率高、翻台率较高。休闲快餐：增速较快、以购物中心为主、SKU较少、用餐时间较短。酸菜鱼：增速最快、CR3占比较高、SKU较少、用餐时间较短；食材供给稳定，制作容易标准化，酸辣口味成瘾性强。

表 1：餐饮赛道对比

品类	火锅	西北菜	休闲快餐	酸菜鱼
规模 (亿元)	4814	1682	1815	123
行业市占率	10.4%	8.0%	25.1%	32.3%
CR3 占比	11.3%	3.9%	4.2%	0.3%
场所	街边店、购物 商场	街边店、购物商 场	购物商场为主	购物商场为 主
面积	500-1000 平方 米	300-1000 平方米	100-1000 平方 米	100-300 平方 米
SKU	多	多	少	少
人均消费金额	65-200 元	60-200 元	50-150 元	50-150 元
翻台率	2-7	2 左右	>2	2-10
用餐时间	较长	较长	较短	较短

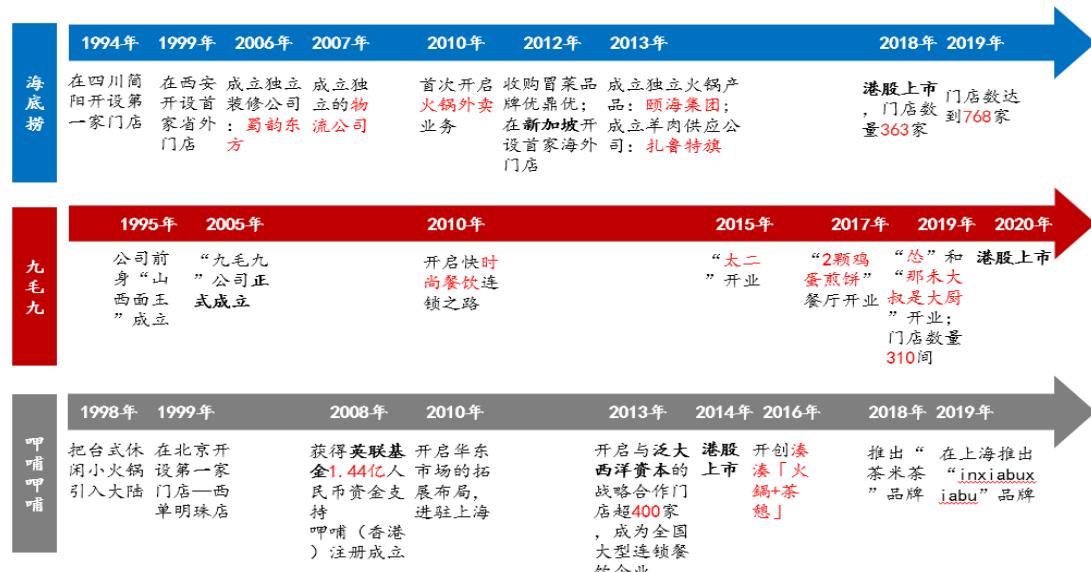
数据来源：海底捞、呷哺呷哺、九毛九招股说明书，东北证券

## 2. 核心竞争力：餐饮龙头的管理体系/供应链/食品安全控制能力较强

### 2.1. 股权结构稳定，管理层经验丰富

海底捞/九毛九/呷哺呷哺均起步于 20 世纪 90 年代，并于 2010 年以后开店提速，至今发展已逾 20 年。海底捞近年来也在积极发展供应链体系，九毛九在开创各种新品牌，呷哺呷哺逐渐推出茶饮和“inxiaobuxiabu”品牌。海底捞/九毛九/呷哺呷哺分别于 2018/2020/2014 年在港股上市，获得资本支持以后加速开店，行业集中度快速提升。

图 18：海底捞/九毛九/呷哺呷哺发展历程

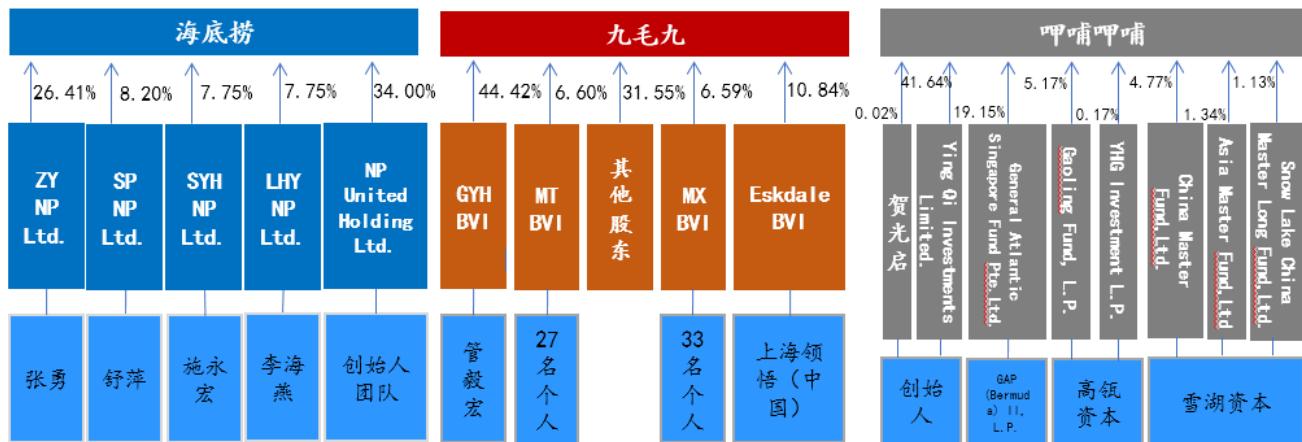


数据来源：海底捞、呷哺呷哺、九毛九招股说明书，东北证券



股权结构集中，管理团队经验丰富。海底捞创始人及实际控制人张勇和舒萍夫妇通过直接和间接方式持股 57.7%，联合创始人施永宏和李海燕夫妇持股 27.3%。九毛九创始人管毅宏持股 44.4%；呷哺呷哺创始人贺光启通过直接和间接方式持股 41.6%。创始团队与核心高管持股比例高、与公司利益深度绑定。三家公司创始人在餐饮行业的从业经验均超过 20 年。

图 19：海底捞/九毛九/呷哺呷哺股权结构



数据来源：海底捞、呷哺呷哺、九毛九招股说明书，东北证券

表 2：海底捞管理层

公司	管理层	职务	负责业务
海底捞	张勇	董事会主席、执行董事、首席执行官	海底捞创始人之一，从事餐饮行业的经验超过 26 年，1994-2001 年担任总经理，2001-2009 年担任执行董事兼总经理，自 2009 年起担任董事兼董事长。主要负责集团管理及战略发展工作。
	邵志东	执行董事、总监、首席信息管	2010 年加入海底捞，历任人力资源管理部部长、信息部部长及技术创新部部长等多个职务，于 2010-2013 年担任海底捞大学校长。主要负责集团的技术创新与开发。
	杨丽娟	非执行董事、首席运营官	1997 年加入海底捞，1997-2001 年担任海底捞经理，2001 年担任董事，2018 年担任非执行董事和首席运营官，主要负责监督公司的运营工作。
	唐春霞	首席发展官	2018 年加入海底捞担任首席发展官，主要负责集团的品牌建设及产品研发。之前为长江商学院创始管理团队一员。
	周兆呈	首席战略官、执行董事、公司秘书	2018 年加入海底捞担任首席战略官，2020 年担任执行董事和公司秘书，主要负责协助首席执行官制定发展战略并负责本集团食品安全及公共关系。
	李朋	财务总监	2014 年加入海底捞，担任财务管理部共享中心高级经理及海外财务高级经理，2020 年担任公司财务总监
九毛九	管毅宏	执行董事、董事会主席、行政总裁	2005 年创立九毛九，从事餐饮行业的经验超过 24 年，负责制定公司的整体发展策略及业务计划，并监督公司的管理及策略发展。
	崔弄宇	执行董事	2014 年加入公司，负责监督公司的人力资源管理及业务营运。曾任麦当劳（中国）有限公司高级品牌经理。
	李灼光	执行董事、财务总监、公司秘书	负责监督公司的财务、战略投资及投资者关系。曾任天基房地产开发（深圳）有限公司担任副财务总监，毕马威华振会计师事务所（特

			殊普通合伙) 经理。
贺光启	董事会主席、执行董事		从事餐饮行业的经验超过 22 年, 1998 年创办呷哺呷哺, 主要负责制定本集团的整体发展策略及业务规划。
赵怡	执行董事、行政总裁		跨国企业积累超过 20 年的会计、企业融资及业务管理经验, 2012 年加入集团担任首席财务官, 主要负责集团审核、会计、财务管理及资讯科技相关事务。
呷哺呷哺	陈素英	非执行董事	贺光启先生的妻子, 主要负责就集团的业务发展提供策略意见及指导。
张弛	非执行董事		2017 年成为董事会成员, 主要负责为集团的业务发展提供策略意见及指导。担任 General Atlantic 董事总经理并主管中国业务, 曾任凯雷集团全球合伙人兼董事总经理。
于小芳	首席财务官		2012 年加入呷哺呷哺, 目前负责集团财务管理。

数据来源: Wind, 东北证券

## 2.2. 管理体系对比: 龙头企业各有侧重

### 2.2.1. 海底捞: 连住利益、锁住管理。

餐饮作为劳动密集型行业, 一般而言业内员工流失率高达 30%, 而海底捞的员工流失率仅 10%, 大幅低于同行。公司独特的管理模式成就其软实力: 自上而下从管理角度看, 海底捞率先建立师徒制、并实行扁平化的管理、以客户满意度为优先考核标准, 从制度层面助力管理目标实现; 自下而上从员工角度看, 海底捞员工拥有领先行业的薪酬机制、公平清晰的晋升体系和公司的充分授权, 主观努力的意愿更强。通过独到的管理模式激发员工提供极致的服务, 海底捞率先在业内建立口碑和先发优势; 品牌效应助力下公司翻台率、单店营收保持较高水平, 因此对物业租金具有较强的议价能力, 在此基础上海底捞保持员工福利待遇高于行业水平, 持续激活员工积极性, 实现优质服务与规模扩张同步。

表 3: 海底捞管理体系变革

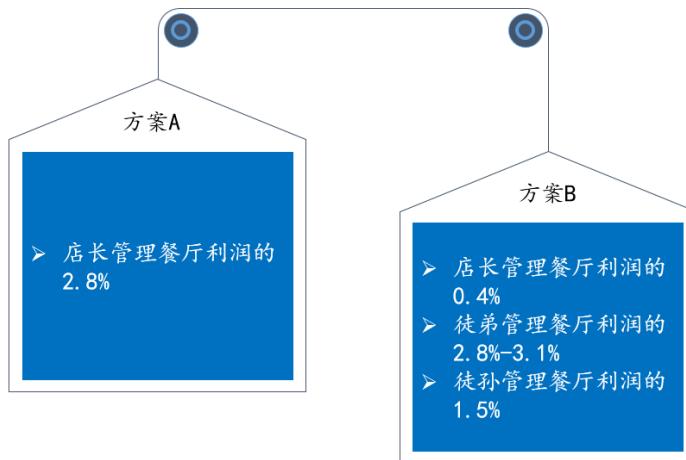
时间	门店规模	管理体系	调整举措	问题
2003 年前	<10 家	家庭制度	亲情激发员工激情, 提高员工忠诚度	不利于扩大规模
2004 年	20-30 家	三级管理体制+师徒制	“师徒制”, 董事会-总经理-办公会-大区-小区; 三层管理层级, 第一层总部管大区、第二层大区管小区、第三层小区管分店	高层远离一线, 层级冗长, 沟通成本高
2014 年	约 50 家	总部-教练-餐厅计件工资制+末位淘汰制	撤销大小区, 总部成立教练组指导门店经营发展; 同时推出“计件工资制”、“末位淘汰制”, 强化激励和淘汰机制	组织扁平化, 但门店之间竞争激烈, 内耗加剧
2016 年	约 150 家	总部、教练、抱团小组及餐厅	一个区域内相邻各门店组成抱团小组, 形成利益共同体, 互相提供支持及共享信息和资源	解决了相邻居店因“末位淘汰制”带来的恶性竞争问题, 但人员晋升流动渠道不畅
2019 年	约 1000 家	限高令+积分制	海底捞对家族长以上的干部收入实现限高令, 要想获得更高收入, 只能转行或内部创业; 配合积分制筛选出聪明能干的人, 择优录取和升迁	转行和内部创业, 难度都较大

数据来源: 公司公告, 东北证券

### (1) 自上而下从管理角度看：连住利益，锁住管理。

师徒制是海底捞人才裂变增长的核心。海底捞每名员工进入公司后都会分配一名师傅，师傅会尽可能培养和提拔徒弟去开新的门店，店长师傅可以分享徒弟/徒孙门店较高比例的提成，从而使得店长收入与徒弟/徒孙是否成功直接相关。海底捞店长有两种薪酬选择方式：一是提取自己管理餐厅利润的 2.8%；二是提取自己管理餐厅利润的 0.4%，徒弟管理餐厅利润的 2.8%-3.1%，徒孙管理餐厅利润的 1.5%。在餐厅收入利润水平差别不大的情况下，第一种薪酬方式店长只能提取门店利润的 2.8%；而第二种薪酬方式，在一徒弟一徒孙的情况下店长就可以提取门店利润的 4.7%-5.0%，并且随着徒弟徒孙数量增加而不断增加。师徒制绑定了公司和店长的利益，店长出于自身收入考虑，会尽可能多地培养能力出众、品行较好的徒弟店长。

图 20：海底捞店长薪酬选择方式

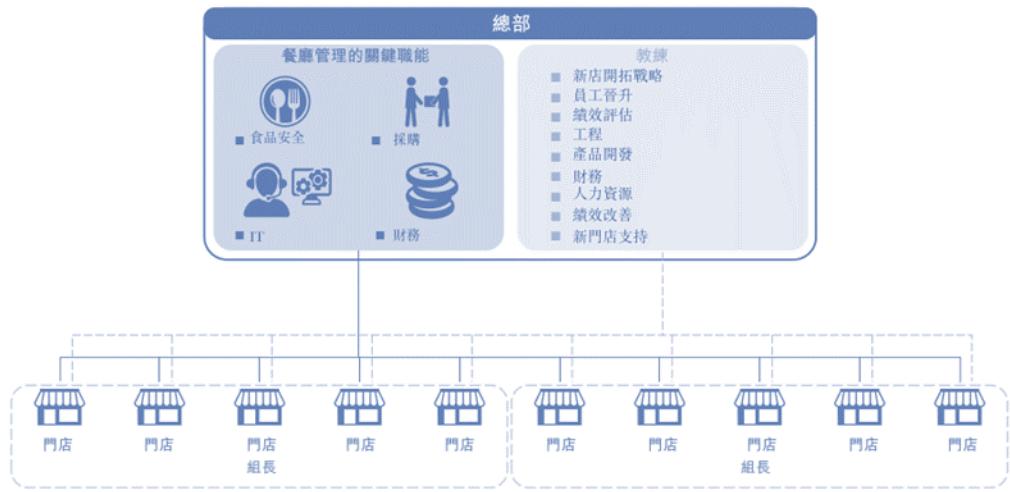


数据来源：招股说明书，东北证券

**扁平化的管理体系：总部/教练/抱团小组/餐厅。** 总部：制定门店考核标准、控制核心管理环节（包括开店策略/食品安全/信息技术/供应链管理等）。教练：会根据门店需要提供指导和支持，包括拓展商业谈判/菜单制定/装修设计等方面，确保门店质量的一致性，同时也会对门店进行考核。为了更加市场化，店长可以自主选择教练团队，而教练的薪酬与整体利润增速挂钩。抱团小组：公司要求地域相近的一些门店形成抱团组织，一般包括 5 到 18 家门店（通常以存在师徒关系的门店为主），并以有能力的店长（通常是组织内其他门店的师傅）担任组长。抱团组织内门店共享信息和资源，具有共同解决当地问题的能力。截止 2018 年发行日，公司已成立 41 个抱团组织，涵盖超过 350 家门店。

**不考核门店收入/利润，只考核顾客满意度/员工积极性/食品安全等指标。** 公司认为薪酬体系已经足够激励员工为门店的收入/利润而努力，考核指标应该更关注顾客体验/员工积极性等问题，因此制定了相应指标。公司总部会制定评估标准，教练组负责执行和考核，此外每个季度还会安排至少 15 位第三方神秘嘉宾对门店进行考核。公司将门店考核结果分为 A、B、C 三个等级。A 店可以获得开设新店的机会，连续被评为 C 店可能店长可能会被降级。公司非常重视食品安全问题，一旦存在食品安全事故，门店将自动评为 C 店。

图 21: 海底捞的组织架构



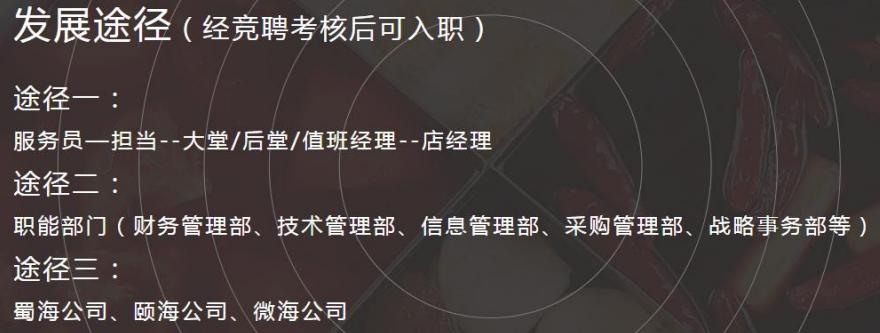
数据来源：招股说明书，东北证券

## (2) 自下而上从员工角度看：完善的激励机制和晋升体系，调动员工主观努力

2019 年海底捞员工平均薪酬为 7.7 万元，在国内餐饮企业中遥遥领先。公司将员工收入和餐厅业绩联系起来：普通员工实行基本工资和计件工资，计件工资与工作量相关，如前台服务员每接待一个客人给 3.3 元，传菜员每传菜一次给 0.2-0.4 元等；店长薪酬实行基本工资和门店利润提成，与门店业绩挂钩。按劳分配/多劳多得的薪酬体系使得员工的每一份劳动都像在为自己打工，充分调动员工积极性。此外海底捞员工福利与关怀到位，例如公司要求员工小区离门店的步行时间不超过 20 分钟，宿舍人均面积不少于 6 平方米并配有空调和网络，雇佣阿姨负责员工餐和员工宿舍保洁等，提高员工的归属感和价值认同。

**公平清晰的晋升渠道+海底捞大学助力人才选拔。**海底捞普通员工的晋升路径清晰：新员工/二级员工/一级员工/劳模员工/大堂经理/店长/小区经理/大区经理，从新员工晋升至店长的平均时间约 4 年。公司提拔员工不按资历和学历，只按能力晋升，所有员工都有机会晋升为管理层，大部分店长由内部提拔且曾担任过服务员/碗碟收拾工/清洁工等非管理职业。2011 年公司成立海底捞大学，以“双手改变命运，智慧成就梦想”为校训，提供制度类/技能类/能力提升类/拓展活动类等各类课程，帮助公司培养和储备人才。师傅可以提名优秀徒弟进入人才库，通过考试并已在餐厅胜任至少 10 个职务的徒弟可由店长推荐参与海底捞大学计划举办的培训课程，通过评估后可晋升为大堂经理。店长可提名徒弟（通常为大堂经理）参加海底捞大学举办的为期 15-30 天的培训课程，包括讲座和实践培训，评估通过后可成为储备店长，当其师傅餐厅评价为 A 时可新开门店，此时徒弟可提拔为店长。

图 22: 公司员工发展途径



数据来源：东北证券

**充分授权员工，发挥服务创意。**海底捞认为员工在拥有合理自主权时更能发挥创意，根据自己的判断快速响应顾客需求，同时员工会增强主人翁意识，主动判断是否要使用手中的特权。因此公司赋予每个服务员免单和打折的权利，以提供比同业更好的服务；店长拥有门店经营自主权和签字权，自主权包括员工聘用/解约/晋升/折扣/个性化服务等；店长签字权为 3 万元，此外大宗采购部长/工程部长/小区经理的签字权为 30 万，副总/财务总监/大区经理的签字权为 100 万；公司在总部统一控制系统性风险，为门店提供核心资源和可选服务，实现锁住管理。此外每位员工都有监督权：海底捞设置了越级投诉机制，员工在发现上级不公平、特别是人品方面的问题时，可随时越级投诉——直至大区经理和总部。

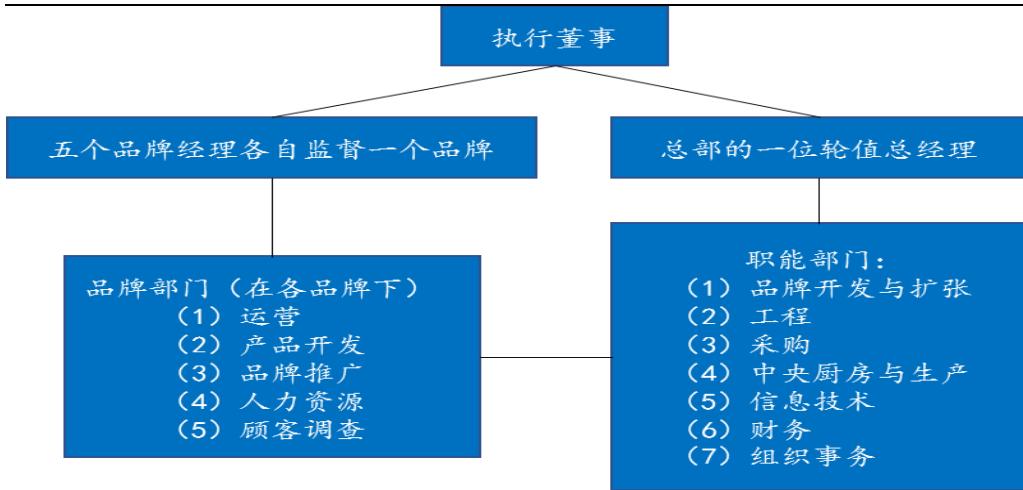
### 2.2.2. 九毛九：企业文化开放创新，股权激励助力共赢。

公司拥有开放、创新、共赢的企业文化，因此能够紧随餐饮市场潮流，适应消费者喜好。为了适应市场趋势，公司在每个品牌下均设有一个产品开发部门，致力于开发及改进菜单，并在总部为每个品牌各建立一个实验室以不断改进及完善菜品。此外，公司在总部设有七个职能部门，分别负责开发扩展/工程/采购/中央厨房与生产/资讯科技/财务及组织事务。在职能部门的协助下，品牌团队专注于确定目标客户需求、进一步开发改进符合不断变化的市场趋势的菜品。

**赋予品牌经理及其团队股权，捆绑员工利益。**太二/2 颗鸡蛋煎饼/怂/那未大叔是大厨品牌团队分别持有其所管理品牌的 15%/20%/20%/25% 的股权。由于九毛九成立时间较长，公司正对其进行重组来提高股权激励。公司成立瑞兆投资作为新开业的九毛九餐厅持有的股权实体，九毛九品牌团队拥有瑞兆投资 15% 的股权。

**建立完善的员工培训体系。**线下：在总部建立培训中心，为各级员工提供统一培训。线上：建立电子学习平台，雇员可以学习操作程序、指南及标准、信息技术及企业文化等。全面的培训计划确保了公司拥有足够的人才配置，从而支持新餐厅的扩展。

图 23: 九毛九的组织架构

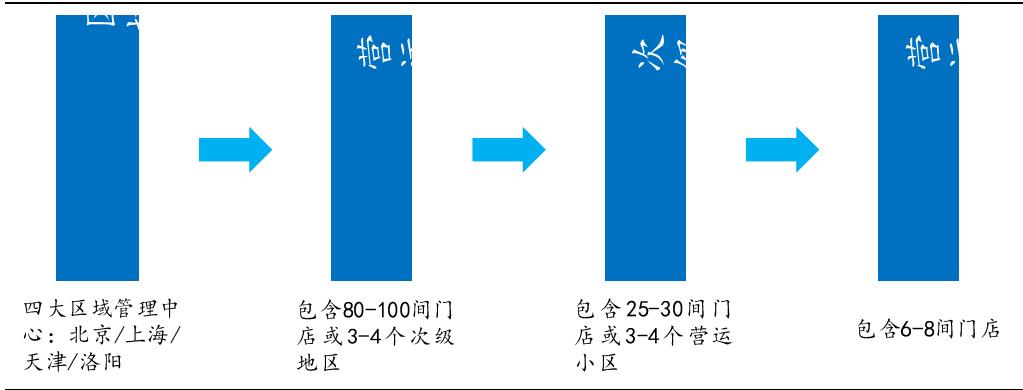


数据来源：招股说明书，东北证券

### 2.2.3. 呷哺呷哺：设立四级管理架构和店长负责制

呷哺呷哺建立总部管理-区域管理-店长负责制的管理体系。总部管理：总部负责行政事务/财务规划/新餐厅开业策略/集中采购/中央物流/销售及营销等。区域管理：建立了四级管理架构，在北京/上海/天津/洛阳建立区域管理中心负责管理全国各地的餐厅，此外设立营运大区（包含 80-100 间门店或 3-4 个次级地区）、次级地区（包含 25-30 间门店或 3-4 个营运小区）、营运小区（包含 6-8 间门店）。店长负责制：对店长只考核营业收入一个指标，店长薪资采用底薪+奖金制度，对小区域经理考核成本控制。采用更大比例的小时工、临时工满足高峰用工需求。

图 24: 呷哺呷哺的四级管理架构



数据来源：招股说明书，东北证券

### 2.3. 供应链体系：龙头企业的供应链体系较为完善

龙头企业均构建了较为完善的供应链体系。从供应商看，海底捞主要向关联方采购，部分向第三方采购，九毛九和呷哺呷哺主要向第三方采购；海底捞每类主要食材有 2 名以上合格供应商，与主要供应商关系超过 5 年，九毛九每类主要食材有 3 名以上合格供应商，与主要供应商关系超过 3 年；呷哺呷哺于特定时间与较少供应商合

作，确保可适当问责，与主要供应商关系超过 5 年。从中央厨房看，海底捞的蜀海在北京/上海/郑州/武汉/西河/西安均设立中央厨房；九毛九在广东/湖北/海南设立中央厨房，在第三方供应链中租用供应中心；呷哺呷哺的基本物料如调料/锅底由北京的中央厨房制作、装袋后统一配送到各地区分仓及门店。从物流看，蜀海在全国拥有 17 个冷链物流中心，冷链仓储总面积约 20 万平方米，冷藏车和常用车总运力超过 1000 辆；九毛九在中央厨房配备三个仓库，物流覆盖半径为 200 公里。供应商直接运货至中央厨房，委托第三方将食材从中央厨房运送到餐厅；呷哺呷哺建立三级物流体系，包含北京中央配送中心、上海区域配送中心、天津/辽宁/河北仓储。

**表 4：餐饮龙头供应链对比**

关联方	海底捞	九毛九	呷哺呷哺
供应商	主要向关联方采购，部分向第三方采购。每类主要食材有 2 名以上合格供应商，与主要供应商关系超过 5 年	全部第三方，2019H1 有 336 名供应商，每类主要食材有 3 名以上合格供应商，与主要供应商关系超过 3 年	全部第三方，于特定时间与较少供应商合作，确保可适当问责，与主要供应商关系超过 5 年
中央厨房	蜀海在北京/上海/郑州/武汉/西河/西安均设立中央厨房	在广东/湖北/海南设立中央厨房，在第三方供应链中租用供应中心	基本物料如调料/锅底由北京的中央厨房制作、装袋后统一配送到各地区分仓及门店
物流	蜀海在全国拥有 17 个冷链物流中心，冷链仓储总面积约 20 万平方米，冷藏车和常用车总运力超过 1000 辆	在中央厨房配备三个仓库，物流覆盖面积 200 公里。供应商直接运货至中央厨房，委托第三方将食材从中央厨房运送到餐厅	建立三级物流体系，包含北京中央配送中心、上海区域配送中心、天津/辽宁/河北仓储

数据来源：公司公告，东北证券

为把控门店经营的核心环节，海底捞分别成立了颐海国际/蜀海/蜀韵东方/微海咨询等公司独立运营，为海底捞提供底料/食材采购/仓储物流/门店装修施工/人力资源等服务，以此实现对食品安全和人才培养的标准把控，助力门店规模扩张。海底捞实际控制人张勇也是蜀海/颐海/扎鲁特旗/微海的实际控制人，也参股了红火台/讯飞至悦。

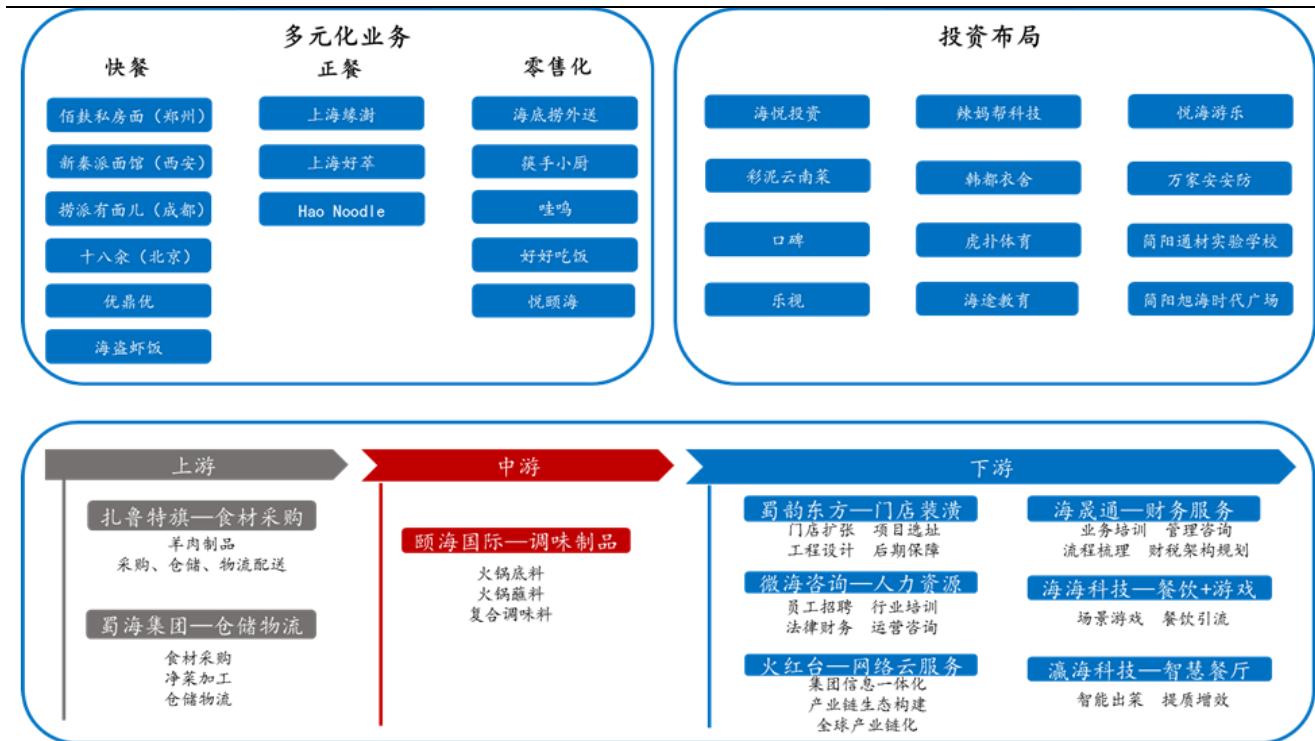
**表 5：公司关联方相关信息**

关联方	成立时间	独立时间	前身	主要业务	实际控制人	持股比例
蜀海集团	2011 年	2014 年	海底捞供应链部门	提供食材采购、加工、存储和配送等服务	张勇	33.4%
蜀韵东方	2006 年		海底捞工程部门	提供门店设计、装修、后期维修、翻新工程等业务	张硕轶	80.0%
颐海集团	2007 年	2013 年	海底捞第一条火锅底料和蘸料生产线	国内最大的中高端火锅底料、调味料生产商，主要供应海底捞定制产品、颐海零售产品及即食火锅产品	张勇	35.6%
扎鲁特旗海底捞	2013 年		海底捞全资子公司	为海底捞供应羊肉产品	张勇	51.5%
微海咨询	2015 年		海底捞人力资源部招聘中心、员工	提供人力资源管理及咨询服务、员工培训服务	张勇	19.1%

培训中心					
红火台餐 饮云服务 公司	2016年	海底捞和用 友联合成立	提供餐饮信息化云技术开发服务、相关安 装、测试及维护服务	用友网络	51.0%
讯飞至悦 科技公司	2017年	海底捞和讯 飞智元联合 成立	提供餐厅智能餐饮服务开发定制系统、安 装有关硬件/软件、提供相关技术支持	科大讯飞	51.7%

数据来源：公司公告，东北证券

图 25：海底捞多元化业务/投资布局/供应链体系



数据来源：虎嗅网，亿欧，公司公告，东北证券

## 2.4. 食品安全控制：食品安全为餐饮企业重中之重

### (1) 供应链管理

**海底捞：**为把控门店经营的核心环节，海底捞分别成立了颐海国际/蜀海/蜀韵东方/微海咨询等公司独立运营，为海底捞提供底料/食材采购/仓储物流/门店装修施工/人力资源等服务，以此实现对食品安全和人才培养的标准把控，助力门店规模扩张。

**九毛九：**公司对食材供应商有着严格的筛选标准，包括市场声誉/资质/财务状况等。公司仅从特定区域采购部分食材，例如仅从佛山采购鲈鱼、仅从黑龙江采购大米、仅使用定制酸菜等。餐厅在聘用新的供应商之前，会进行食材抽样并视察其生产设施，对采购的质量及食品安全也会有年度和不定期审查。**呷哺呷哺：**通过严格的“321”（3进2进1）招标体系选择供应商，保证原材料质量。公司从主要生产来源大规模直接采购，实行农餐对接（与多个农村合作社及农户直接合作，并向其提供年度种植计划），因此公司可以要求供应商执行严格的质量标准并提供一系列检验和合规记录。

## (2) 质量管理体系

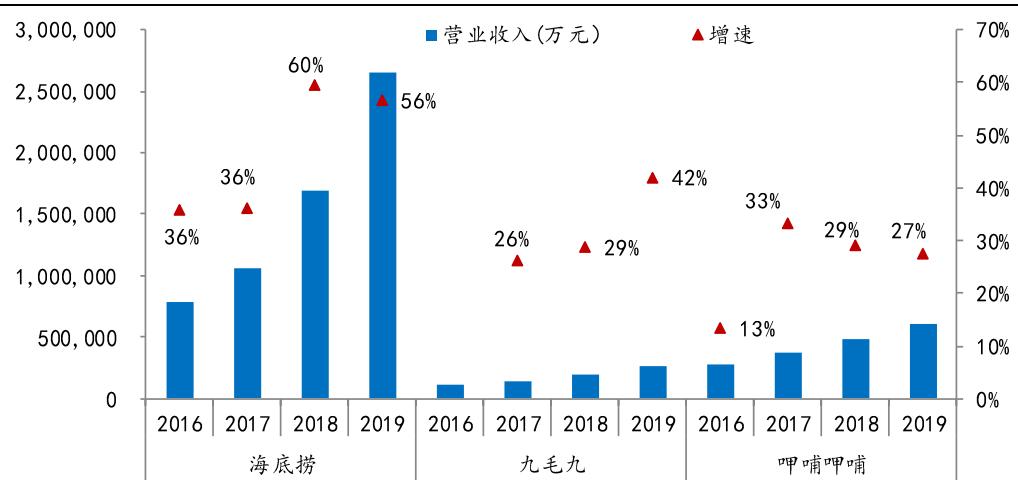
海底捞: (1) 公司拥有详细和标准化的质量控制措施。总部: 制定 50 多个标准程序管理餐厅运营和供应链, 超过 500 名专员直接负责总部及餐厅的食品质量和安全。门店: 每天会对 60 多种政策和程序进行检查, 公司对新装修的餐厅设计了开放式厨房并在厨房安装视频监控系统。(2) 数字化软件促进食品安全监测的可视化和及时性。2019 年公司使用数字化督导审核管理软件 Novaq 现场检查门店食品安全工作。系统会实时生成汇总报告并上传后台, 会对报告进行多维度汇总分析, 整体评估食品安全风险, 并将数据分析结果展示在公司总部和门店。九毛九: 公司自愿采用 ISO22000 质量管理体系。在生产的各个阶段都有质量检测人员对半熟品进行抽样质量检测, 确保其外观/颜色/气味等符合安全及质量标准之后, 方可进入下一阶段的生产。呷哺呷哺: 要求公司食品加工厂的基础设施和加工设备都按照适用的食品安全标准/法律法规进行设计/建造/维修/检查。

## (3) 餐厅运营

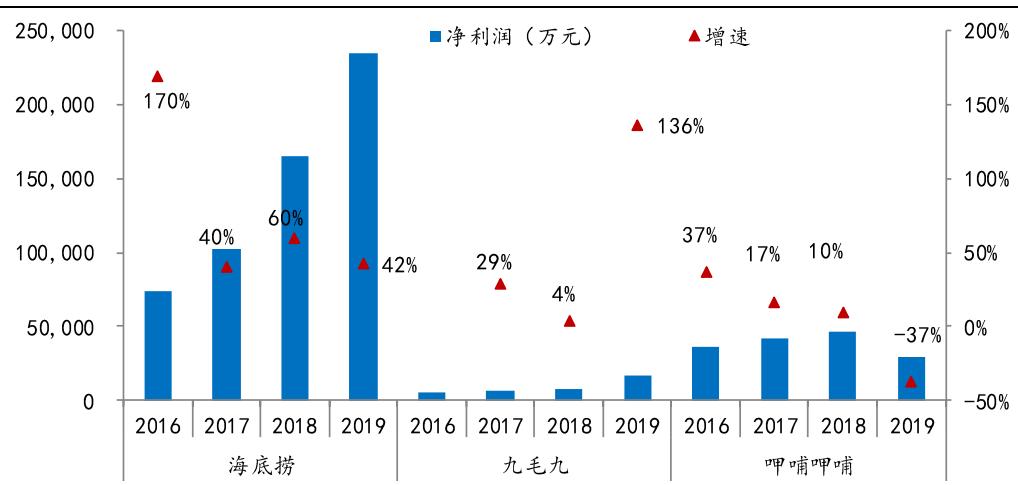
海底捞: 清晰的问责制度, 店长和员工对食品安全负责。店长: 门店一旦出现食品安全问题, 将自动被评为 C 店。C 店店长不能开设新餐厅, 且连续两年评为 C 级可能会被革除店长职位, 同时店长的师傅也会受到惩罚。员工: 公司对餐厅员工实施了积分制度, 不遵守食品安全程序会被扣除积分, 这些会影响员工的薪酬和职业发展。九毛九: 餐厅要求每日检查清洁程度、员工卫生和健康状况以及食材的保质期, 公司质量控制部门不时对餐厅进行定期及临时抽查。此外大多数餐厅采用透明厨房, 以便于顾客监督各项操作程序。呷哺呷哺: 检查直接由供应商或配送中心运送到餐厅的食材及物料, 检查餐厅的食物制备。

## 3. 财务对比: 海底捞收入利润规模较大, 成本费用率较低

海底捞收入利润规模较大, 九毛九净利润增速较快。2019 年海底捞/九毛九/呷哺呷哺营业收入分别为 266/27/61 亿元, 增速分别为 56%/42%/27%, 海底捞在收入规模和增速方面都较为领先。2019 年海底捞/九毛九/呷哺呷哺归母净利润分别为 23.4/1.6/2.9 亿元, 增速分别为 42%/136%/-37%, 海底捞净利润规模较大, 九毛九净利润增速较快, 呷哺呷哺净利润负增长主要是因为单店营收有小幅下滑、新开门店较多和新的会计准则增加了费用。

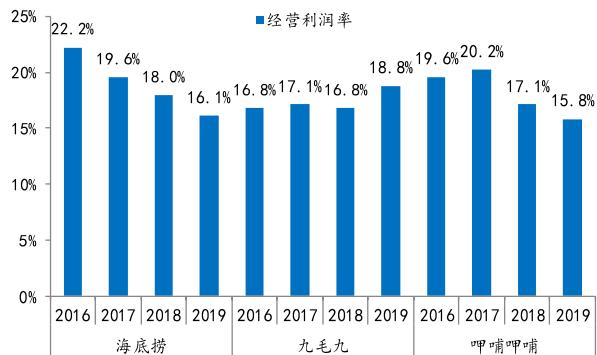
**图 26: 营业收入 (万元) 规模及增速**


数据来源：公司公告，东北证券

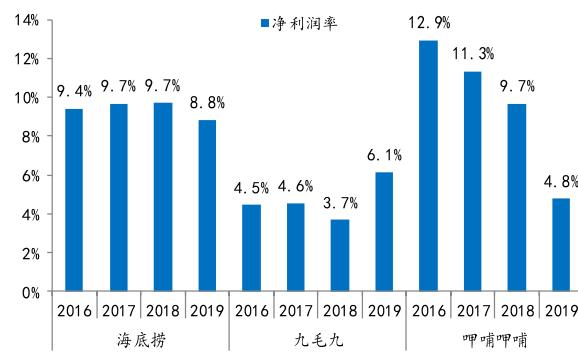
**图 27: 归母净利润 (万元) 规模及增速**


数据来源：公司公告，东北证券

九毛九经营利润率较高，海底捞净利率较高。从经营利润率看，2019年海底捞/九毛九/呷哺呷哺经营利润率分别为16.1%/18.8%/15.8%，海底捞经营利润率下降主要由于近年来开店速度加快，九毛九经营利润率上升主要由于经营利润率较高的太二（22%）收入占比迅速提升，呷哺呷哺经营利润率下滑主要由于单店营收略有下滑、新开门店较多和新的会计准则增加了成本。从净利率看，2019年海底捞/九毛九/呷哺呷哺净利率分别为8.8%/6.1%/4.8%，主要由于海底捞整体费用率较低。

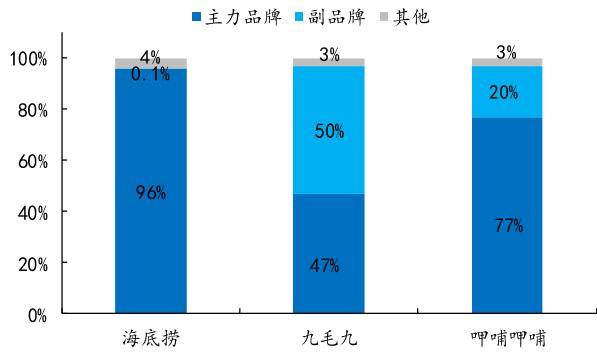
**图 28: 经营利润率对比**


数据来源：公司公告，东北证券

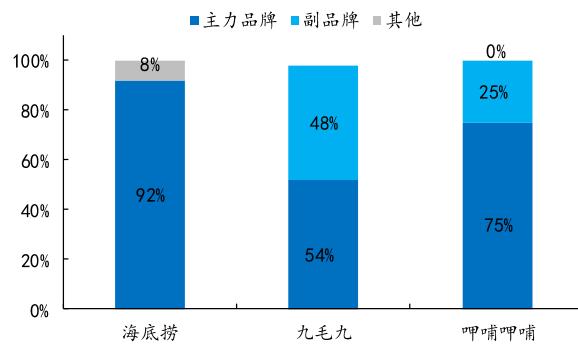
**图 29: 净利润率对比**


数据来源：公司公告，东北证券

三家企业均以餐厅运营为主，也在积极布局零售和外卖业务。从营收结构看，2019 年三家企业的主力品牌海底捞/太二/呷哺呷哺的营收占比分别为 96%/47%/77%，九毛九品牌营收占比达到 50%，呷哺呷哺的凑凑品牌营收占比达到 20%。从经营利润结构看，九毛九的九毛九品牌/太二经营利润占比分别为 54%/48%，今年太二的经营利润率首次超过九毛九品牌。海底捞和呷哺呷哺没有公布各品牌经营利润占比，预计海底捞经营利润占比达到 92%，呷哺呷哺/凑凑品牌经营利润占比分别为 75%/25%。

**图 30: 营收结构对比**


数据来源：公司公告，东北证券

**图 31: 经营利润对比**


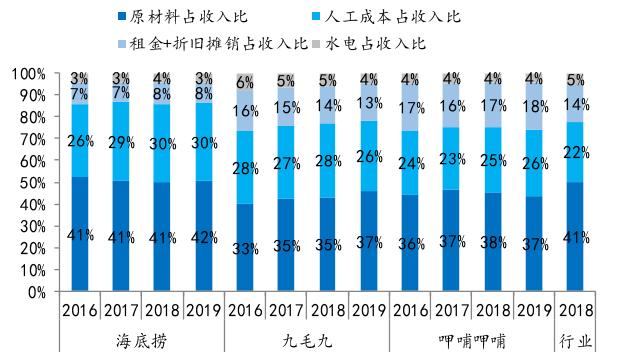
数据来源：公司公告，东北证券

海底捞原材料成本和人工成本较高，租金成本较低，九毛九经营利润率较高。2019 年海底捞原材料/人工/租金/折旧/水电占收入比分别为 42%/30%/1%/7%/3%，经营利润率为 16.1%。九毛九整体原材料/人工/租金/折旧/水电占收入比分别为 37%/26%/10%/4%/4%，经营利润率为 18.8%。呷哺呷哺原材料/人工/租金/折旧/水电占收入比分别为 37%/26%/4%/14%/4%，经营利润率为 15.8%。

海底捞整体费用率较低。海底捞不打广告，主要依靠服务让客户满意，通过客户口碑相传来宣传，因此没有营销费用，整体费用率较低。九毛九整体费用率较高，主要系财务费用率、营销费用率和其他经营支出占比较高。呷哺呷哺费用率位于海底捞和九毛九之间，2019 年新增财务费用主要系实施 IFRS 16 确认的利息开支，实际上公司过去没有任何外部借款，本年度并没有利息开支。

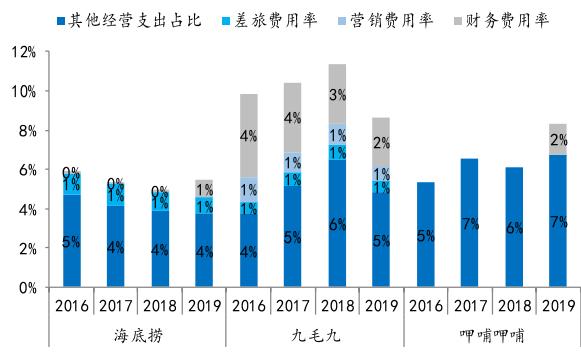


图 32: 各项成本占收入比



数据来源：公司公告，东北证券

图 33: 各项费率情况对比



数据来源：公司公告，东北证券

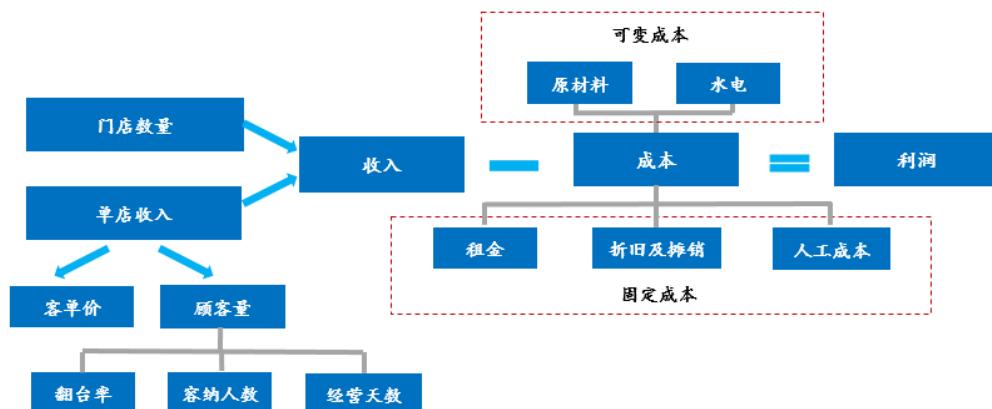
## 4. 经营情况对比：龙头企业均有翻倍以上的开店空间

### 4.1. 餐饮行业商业模式：业绩增长主要来自于门店扩张

餐饮门店收入=门店数量×单店营收=门店数量×客单价×顾客量=门店数量×客单价×翻台率×单店容纳人数×经营天数。单店容纳人数：相对固定，主要与门店面积和餐饮品类有关。经营天数：成熟门店为 365 天，新开门店在开业当年经营天数按开业日至年底计算。客单价：总体和 CPI 增速保持一致，龙头企业的客单价涨幅会略高于 CPI 增速。翻台率：门店最重要指标，从需求端看，翻台率跟餐厅的受欢迎程度有关，最好是消费者一直排队等位就餐，餐厅的位置不空闲。从供给端看，延长营业时间能有效提高翻台率，门店密度过大则会分流而降低翻台率。从运营层面看，翻台率和就餐时间负相关，就餐时间越短，翻台率越高。

成本=固定成本+可变成本，固定成本包括租金/折旧摊销/员工成本，可变成本包括原材料成本/水电成本。

图 34: 餐饮行业商业模式

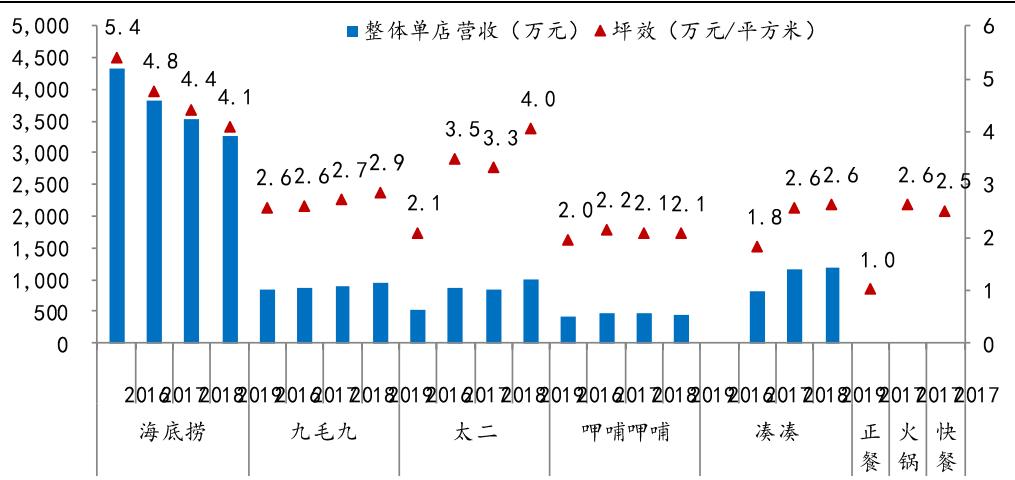


数据来源：东北证券社服组整理

#### 4.2. 单店营收：海底捞和太二坪效较高

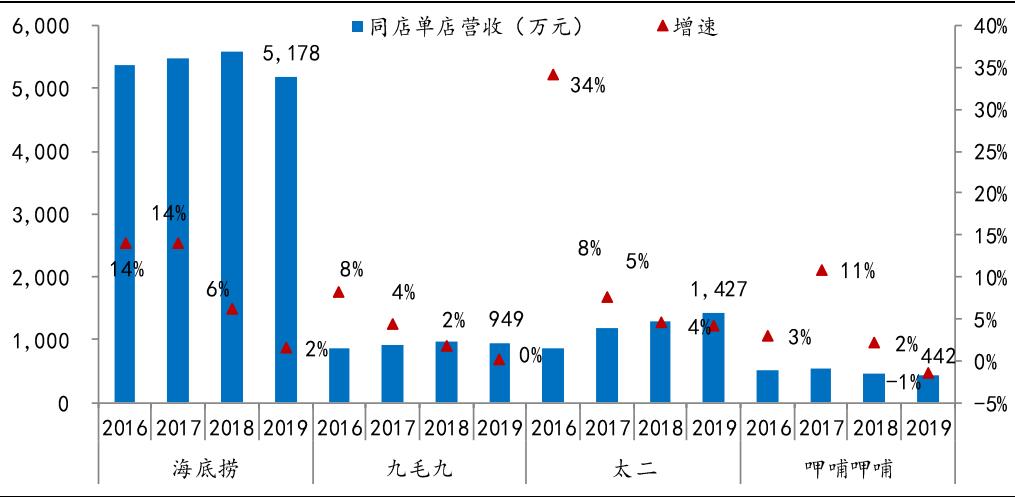
海底捞和太二的坪效较高。从单店营收看，2019 年海底捞/九毛九/太二/呷哺呷哺/凑凑单店营收分别为 3269/943/1012/457/1177 万元，海底捞/太二/凑凑的单店营收较高。从坪效看，2019 年海底捞/九毛九/太二/呷哺呷哺/凑凑坪效分别为 4.1/2.9/4.0/2.1/2.6 万元/平方米，海底捞和太二的坪效远高于行业平均。从同店单店营收看，2019 年海底捞/九毛九/太二/呷哺呷哺同店单店营收分别为 5178/949/1427/442 万元，增速分别为 2%/0%/4%/-1%，同店单店营收接近瓶颈，增长主要源于客单价的提升。

图 35：整体单店营收及坪效对比



数据来源：公司公告，东北证券

图 36：同店单店营收对比



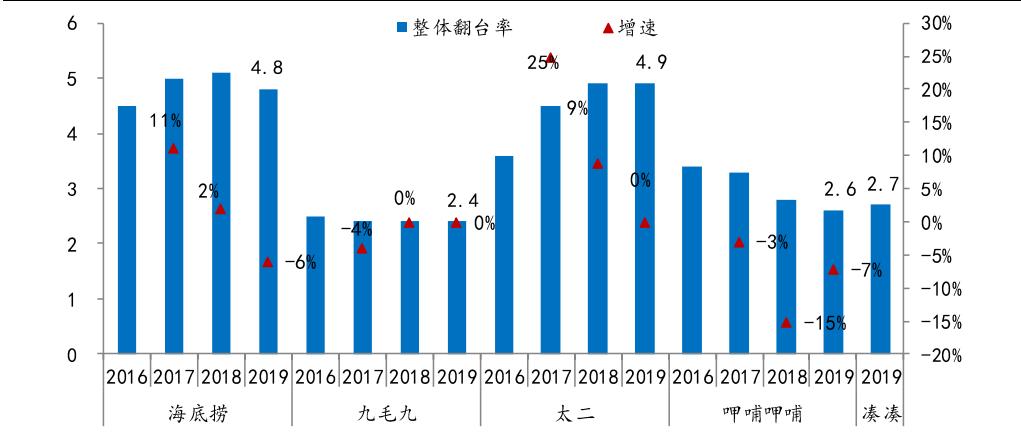
数据来源：公司公告，东北证券

#### 4.3. 翻台率：海底捞和太二翻台率较高

海底捞、太二的翻台率较高。整体翻台率：2019 年海底捞/九毛九/太二/呷哺呷哺/凑凑整体翻台率分别为 4.8/2.4/4.9/2.7，整体趋于稳定。同店翻台率：2019 年海底捞的同店翻台率为 5.2，2019H1 九毛九/太二的同店翻台率为 2.3/5.1，呷哺呷哺未公布

同店翻台率。海底捞以极致服务和较好口味赢得口碑，以口碑代替品牌宣传；运营时间较长（大部分门店超过 20 个小时）；非重点时段大学生打折；通过平板点餐/缩短出餐时间/帮助消费者下菜/快速支付/快速清理台面等方式提高服务效率。太二精简 SKU，服务简化且不接受四人以上用餐，将流程标准化提高出餐效率。

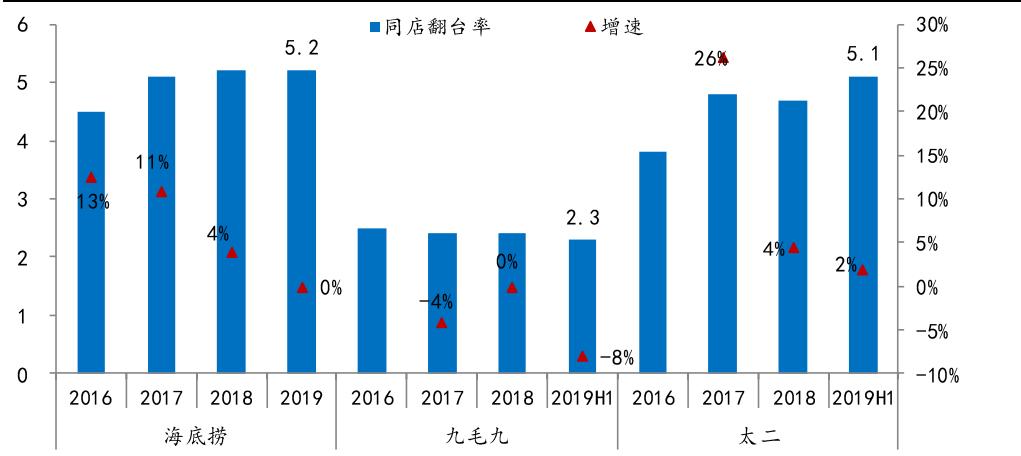
图 37：整体翻台率及增速对比



数据来源：公司公告，东北证券

注：凑凑整体翻台率根据单店营收/客单价/总座位数（假设 40 桌）测算，跟实际值可能有出入

图 38：同店翻台率及增速对比

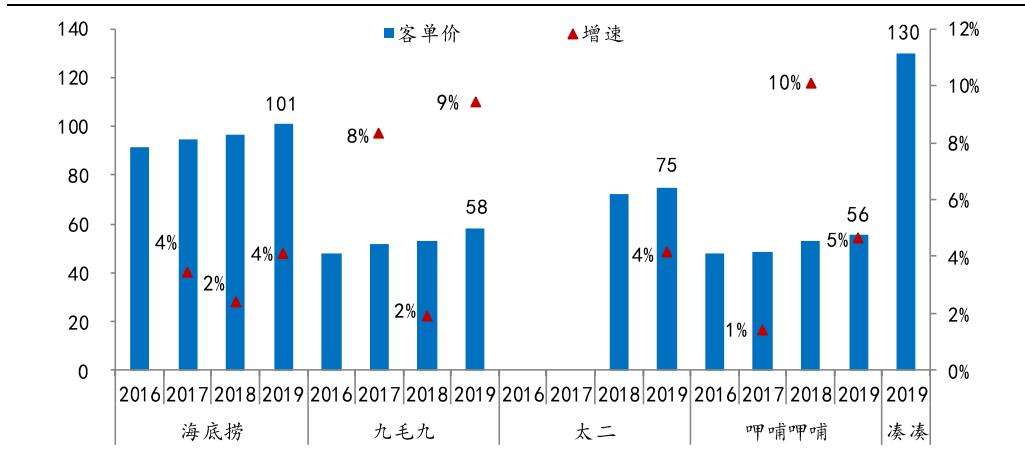


数据来源：公司公告，东北证券

#### 4.4. 客单价：持续提升，增速超过 CPI 增速

客单价差异源于品牌定位，增速超过 CPI 增速。海底捞、凑凑定位中高端火锅，客单价较高；九毛九、太二、呷哺呷哺定位平价餐饮，客单价较低。整体来看，平价餐饮由于客单价较低，提升空间较大，近年来增速较快。客单价提升主要有两个原因：(1) 从成本来看，原材料/人工/租金成本持续提升，餐饮企业需要将成本压力转嫁给消费者；(2) 从需求来看，人均可支配收入提升带动了消费者对品牌的追求。但客单价提升有一定限制（提价次数和提价幅度），若客单价提升过快会导致客户满意度下降，反而得不偿失。餐饮龙头公司有品牌效应，因此客单价增速超过 CPI 增速。

图 39: 客单价对比



数据来源：公司公告，东北证券

#### 4.5. 单店模型：海底捞/太二单店经营利润率较高

海底捞/太二的新店回报期较短。海底捞: 1-3 个月实现盈亏平衡，6-13 个月实现现金投资回报。九毛九: 九毛九新开门店 1 个月后实现盈亏平衡，22 个月实现现金投资回报；太二新开门店 1 个月后实现盈亏平衡，7 个月实现现金投资回报。呷哺呷哺: 新开门店 3 个月实现盈亏平衡，14 个月实现现金投资回报。行业平均: 3-6 月实现盈亏平衡，15-20 个月实现现金投资回报。

海底捞/太二成熟门店的单店模型较为优秀。从收入看，海底捞/太二/九毛九/呷哺呷哺的单店营收分别为 5178/1427/949/442 万元，坪效分别为 6.5/5.7/2.7/2.0 万元/平方米，客单价分别为 105.2/75.0/58.0/55.8 元，翻台率分别为 5.2/4.8/2.6/2.6。从成本看，食材成本：海底捞/太二/九毛九/呷哺呷哺的食材成本占收入比分别为 42.3%/40.0%/37.0%/36.9%，海底捞食材占收入比更高是因为其使用的食材更好。人工成本：海底捞/太二/九毛九/呷哺呷哺的人工成本占收入比分别为 24.1%/15.0%/23.0%/25.3%，单店员工人数约为 120/36/40/25 人，海底捞的员工薪酬远高于同行，这跟海底捞连住利益、锁住管理的理念一致，通过薪酬机制激励员工，使得员工的人效远高于同行；太二人工成本占收入比较低是因为它将服务简化（客户在太二可以直接扫码点单，需要自己倒茶）、将制作工程标准化（中央厨房制作半成品食材，门店员工只需要按程序制作即可，省去专业厨师）。租金成本：海底捞/太二/九毛九/呷哺呷哺的租金成本占收入比分别为 3.9%/10.0%/11.0%/12.2%，单店面积分别为 800/250/350/220 平方米，每平方米租金约为 7/16/8/7 元/天，太二的绝对租金成本较高，因为太二一般会选择购物中心的 A 类位置，租金普遍较高；海底捞租金占收入比较低，一方面是因为海底捞品牌较好，会选择商圈中等区位的位置，绝对租金较低，另一方面是因为海底捞通过长时间的营业时间和较高的翻台率将单店营收做到了 5000 万以上，摊薄了租金成本。折旧成本：海底捞/太二/九毛九/呷哺呷哺的折旧成本占收入比分别为 3.4%/3.0%/5.0%/4.7%，预计单店的装修成本分别为 880/214/237/104 万元。水电成本：海底捞/太二/九毛九/呷哺呷哺的水电成本占收入比分别为 3.4%/3.0%/5.0%/3.5%。经营利润率：海底捞/太二/九毛九/呷哺呷哺的经营利润率分别为 21.8%/24.0%/13.4%/17.3%，海底捞和太二的经营利润率更优。

表 6: 成熟门店模型测算 (万元)

成熟门店模型	海底捞	太二	九毛九	呷哺呷哺
<b>1、收入 (万元)</b>	<b>5,178</b>	<b>1,427</b>	<b>949</b>	<b>442</b>
年坪效 (万元/平方米)	6.5	5.7	2.7	2.0
营业天数	363	360	350	354
日均销售额	14.0	4.0	2.7	1.2
人均消费	105.2	75.0	58.0	55.8
每日顾客量 (人次)	1,356	528	468	224
总座位数	320	110	180	95
翻台率	5.2	4.8	2.6	2.6
<b>2、食材成本 (万元/年)</b>	<b>2,191</b>	<b>571</b>	<b>351</b>	<b>163</b>
食材占比	42.3%	40.0%	37.0%	36.9%
<b>3、员工薪酬 (万元/年)</b>	<b>1,247</b>	<b>214</b>	<b>218</b>	<b>112</b>
员工薪酬占比	24.1%	15.0%	23%	25.3%
人员编制	120	36	40	25
服务员人数	113	32	36	22
服务员薪酬 (万元/年)	9	5.3	4.8	3.5
管理级员工人数	6	3	3	2
管理级员工薪酬 (万元/年)	30	10	10	10
店长薪酬 (万元/年)	50	14	14	15
<b>4、租金 (万元/年)</b>	<b>204</b>	<b>143</b>	<b>104</b>	<b>54</b>
租金占比	3.9%	10.0%	11.0%	12.2%
面积(平米)	800	250	350	220
每平米租金 (元/日)	7	16	8	7
<b>5、折旧费用 (万元/年)</b>	<b>176</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>21</b>
折旧费用占比	3.4%	3.0%	5.0%	4.7%
折旧年限 (年)	5	5	5	5
装修成本 (元/平米)	11,000	8,526	6,779	4,721
装修总费用 (万元)	880	214	237	104
<b>6、水电 (万元/年)</b>	<b>176</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>15</b>
水电占比	3.4%	3.0%	5.0%	3.5%
<b>7、经营利润</b>	<b>1,128</b>	<b>342</b>	<b>127</b>	<b>77</b>
经营利润率	21.8%	24.0%	13.4%	17.3%
<b>8、所得税</b>	<b>282</b>	<b>64</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>9、净利润</b>	<b>846</b>	<b>191</b>	<b>52</b>	<b>57</b>
净利润率	16.3%	13.4%	5.5%	13.0%

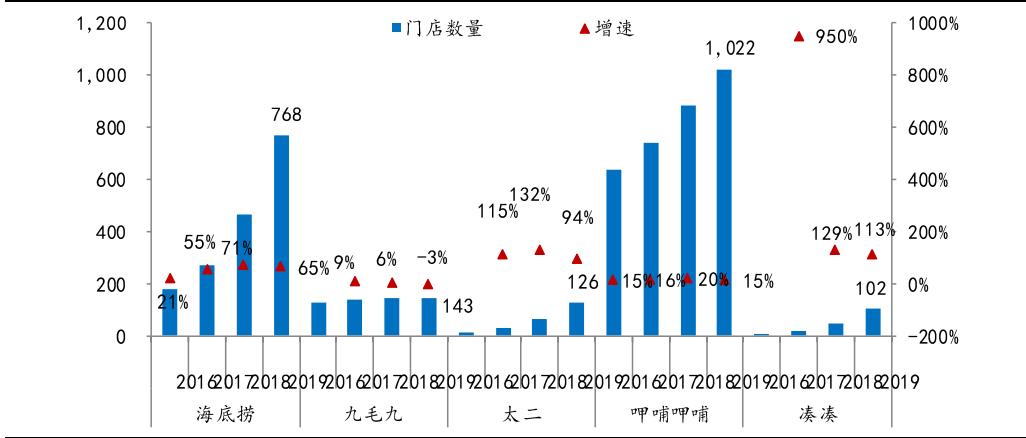
数据来源：公司公告，东北证券

#### 4.6. 门店情况：海底捞/呷哺呷哺门店较多，湊湊/太二开店较快

龙头企业开店速度较快，区域分布有所不同。门店数量：2019 年海底捞/九毛九/太二/呷哺呷哺/湊湊门店数量分别为 768/143/126/1022/102 家，增速分别为 65%/-3%/94%/15%/113%，海底捞/呷哺呷哺门店数量较多，太二/湊湊开店速度较快，

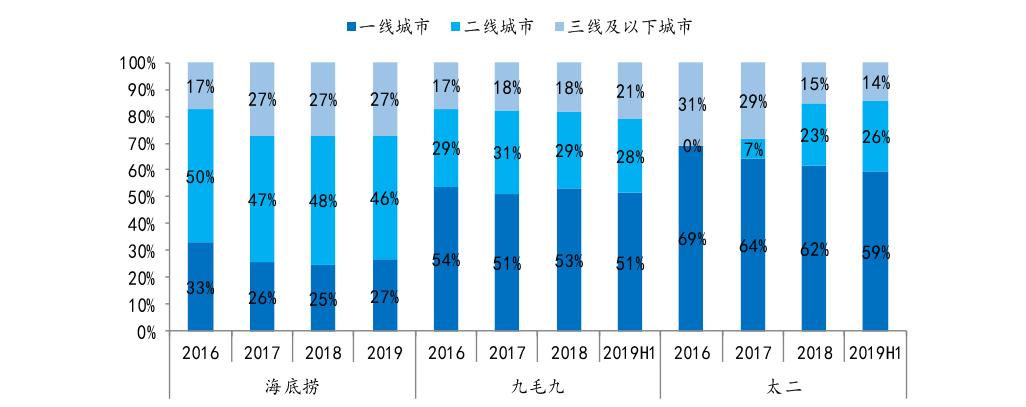
九毛九门店负增长主要是因为品牌老化，公司正在改造九毛九品牌，等待模型成熟以后会继续开店。门店分布：三大龙头企业门店城市分布不尽相同，海底捞二线城市占比较多，九毛九/太二一线城市占比较多，呷哺呷哺按照城市公布门店数量，总体来看一线城市占比较多。区域分布：海底捞背靠华东、华南辐射全国；九毛九以华南为根基，逐渐拓展华东和华中地区；呷哺呷哺以华北、东北为主，逐渐辐射华东、华中、华南地区。

图 40：门店数量及增速对比



数据来源：公司公告，东北证券

图 41：门店分布对比

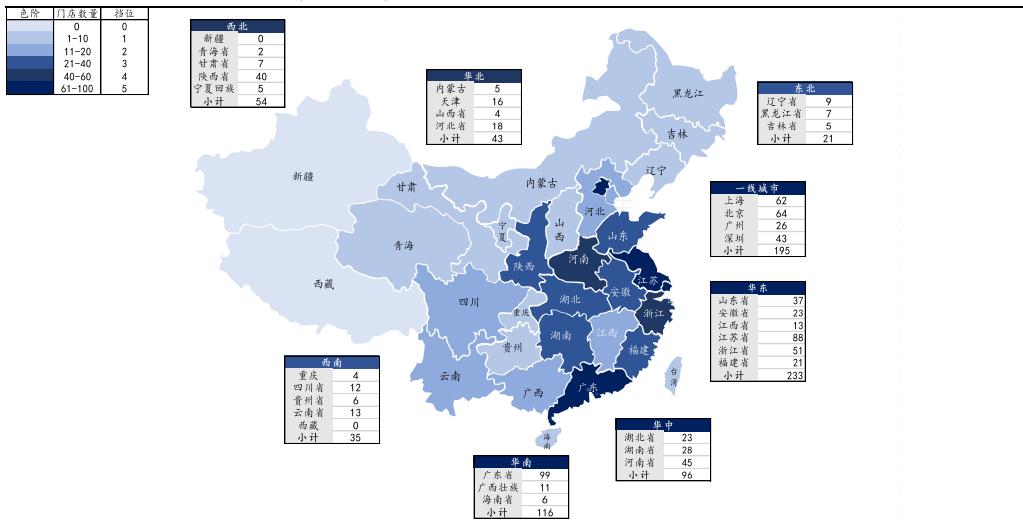


数据来源：公司公告，东北证券

注：九毛九、太二新一线城市和二线城市合计为二线城市；呷哺呷哺按照省市公布门店数量，未公布各级城市情况。

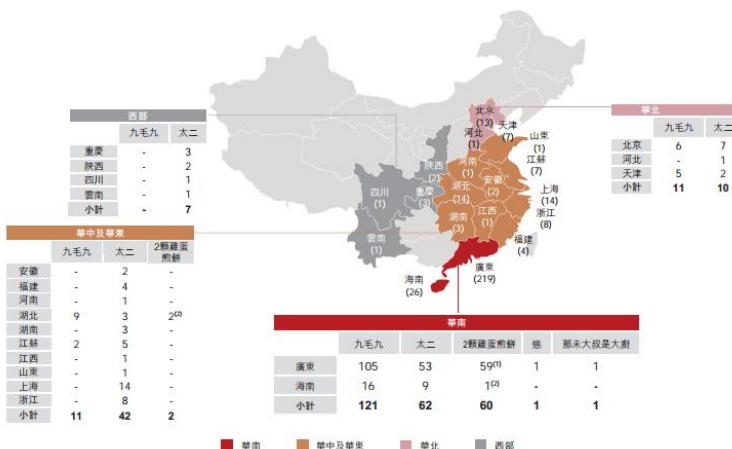


图 42: 海底捞门店以华东、华南辐射全国



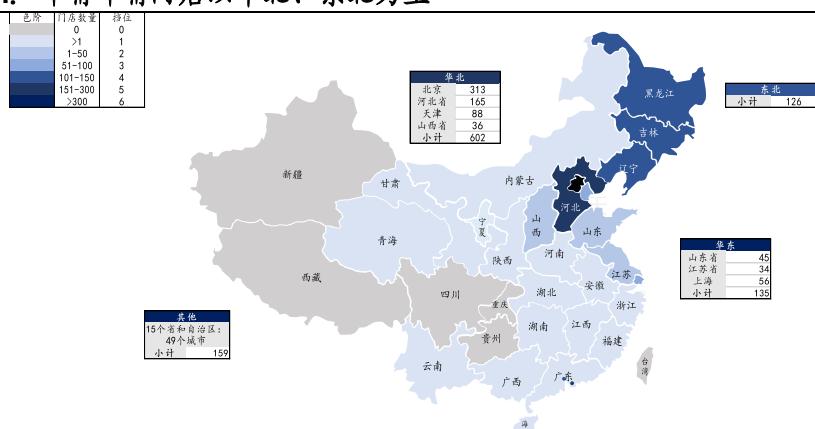
数据来源：公司公告，东北证券

图 43: 九毛九门店以华南为主



数据来源：公司公告，东北证券

图 44: 呷哺呷哺门店以华北、东北为主



数据来源：公司公告，东北证券

## 4.7. 开店空间测算：龙头企业均有翻倍以上的开店空间

### 4.7.1. 开店空间测算方法一：考虑常住人口和餐饮社会零售总额

预计海底捞/太二/呷哺呷哺/凑凑门店空间分别为 1700/750/1850/600 家，未来可以新开 932/624/828/498 家门店，分别还有 121%/495%/81%/488% 的成长空间。餐饮企业开店一般会考虑客流量/消费水平/人均 GDP 等因素，因此我们根据各大城市的店均覆盖人口和店均餐饮零售总额测算开店空间。我们将城市分为一线/二线/三线/境外城市，二三线城市再按照华中/东北/华东等区域划分，各区域内口味相似，因此假设各区域内店均覆盖人口和店均餐饮零售总额相似，再根据人均可支配收入做相应调整。三线城市及以下按照省份剔除一二线城市测算。

表 7：海底捞开店空间预测

开店空间	按照店均覆盖人口	按照店均餐饮零售总额
境内合计	1565	1611
一线城市	369	412
二线城市	632	626
三线城市及以下	565	573
大陆境内以外	134	134
合计	<b>1699</b>	<b>1745</b>

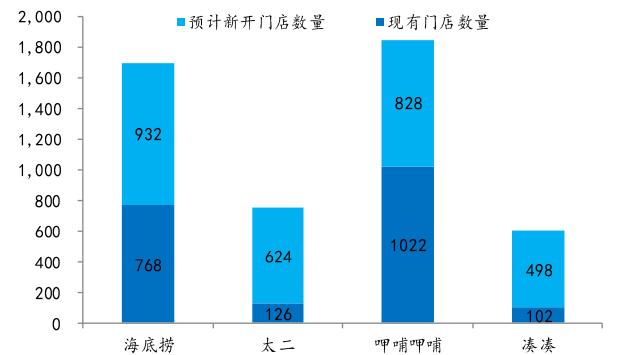
数据来源：海底捞官网，Wind，东北证券

表 8：以一线城市为例测算海底捞开店空间

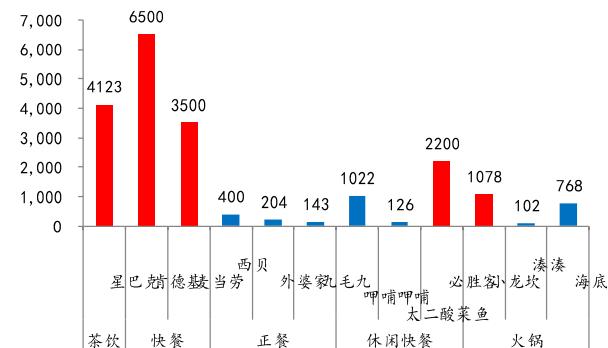
一线城市	开业门店	常住人口(万人)	店均覆盖人口	假设店均覆盖人口	可新开门店	餐饮社会零售总额(亿元)	店均社会零售总额	假设店均社会零售总额	可新开门店
上海	62	2424	39	20	59	1100	18	10	48
北京	64	2154	34	20	44	1102	17	10	46
广州	26	1490	57	20	49	1175	45	10	91
深圳	43	1303	30	20	22	744	17	10	31
总和	<b>195</b>	<b>7371</b>	<b>38</b>	<b>20</b>	<b>174</b>	<b>4121</b>	<b>21</b>	<b>10</b>	<b>217</b>

数据来源：海底捞官网，Wind，东北证券

不同餐饮业态门店空间不同，具有加盟模式的企业门店数量较多。肯德基/麦当劳/星巴克/必胜客在国内门店数量分别为 6500/3500/4123/2200 家，它们分别属于茶饮/快餐/休闲快餐业态。国内品牌中门店数量较多的主要为呷哺呷哺和小龙坎，门店数量分别为 1022/1078 家。与国际餐饮品牌的门店数量相比，国内餐饮龙头的门店数量仍然较少，未来有望实现 1700-1900 家的门店空间。

**图 45: 各个品牌预计新开门店数量**


数据来源：公司公告，东北证券

**图 46: 连锁餐饮品牌在国内门店数量**


注：红色品牌的连锁模式包含加盟和直营

数据来源：公司公告，东北证券

#### 4.7.2. 开店空间测算方法二：考虑开店的边际收入与边际成本相等得到最优规模

单店经营状态下滑并不代表门店饱和，开店边际收入等于边际成本才是门店的最优规模。市场担心餐饮企业快速开店会带来单店经营效率的下滑，我们认为随着门店加密，单店营收确实会下滑，但是下滑并不意味着门店已饱和，无须过度担忧。只要开店的边际收入大于边际成本，餐饮企业的经营利润仍然可以持续增长，可以一直开店直到两者相等。

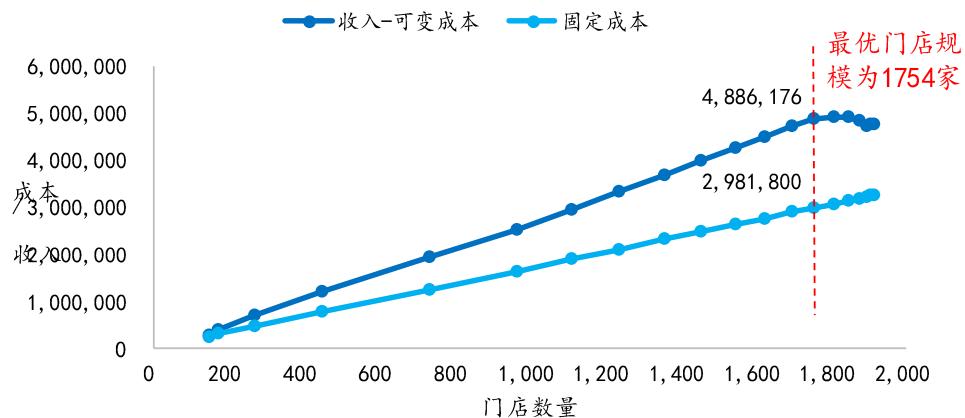
当餐饮企业经营利润最大化的时候，门店数量达到最优规模。餐饮企业的经营利润等于收入减去成本，成本包含可变成本和固定成本，可变成本主要是原材料成本和水电成本，以海底捞为例，可变成本近似等于收入的 45%，因此经营利润就等于 55% 的收入减去固定成本。只要开店的边际收入大于边际成本，理论上可以一直开店。我们通过公式求使得边际收入等于边际成本，计算得到餐饮门店的最优规模。公式可以根据实际情况进行调整，动态测算开店的最优规模。

经营利润=总收入-总成本=总收入- (可变成本+固定成本)=55%总收入-固定成本=55%×单店收入×门店数-单店固定成本×门店数；

边际收入等于边际成本的计算公式为： $55\% \times (\text{单店收入变化量}/\text{门店数变化量} \times \text{门店数} + \text{单店收入}) - \text{单店固定成本} = 0$ 。

**单店收入：**若选取整体单店收入，由于新开门店开店时间未满一年且具有爬坡期，则单店收入相对实际值会偏小；若选取同店单店收入，则忽略了新开门店的翻台率可能比不上成熟门店的问题，单店收入会相对实际值偏大。因此，我们拆分新开门店和现有门店，新开门店翻台率采用成熟时假设翻台率（低于现有门店翻台率），然后通过翻台率、人均消费金额、单店单次顾客量等参数计算得到假设门店成熟时的单店收入，测算结果会更接近实际值。

图 47: 海底捞 (收入-可变成本) 和固定成本随着门店数量的变化图 (万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

## 5. 投资建议: 疫情有望加速餐饮行业连锁化率提升

**疫情以来餐饮行业复苏情况:** 截止 6 月 11 日, 全部餐饮门店开业率达到 97.14%, 销售额和客流量恢复到正常情况的 60%-70%。行业龙头的恢复情况明显更优, 海底捞翻台率达到 4 左右 (恢复到正常情况的 80%), 太二五月份收入同比上升 5%-6% (门店/外卖收入占比分别为 80%/20%), 呷哺呷哺恢复到正常情况的 80% 左右。

**投资建议:** 中国餐饮行业规模大 (2019 年达到 4.67 万亿), 增速快 (2010-2019 年 CAGR 为 11.4%), 但连锁化率较低 (低于 10%, 美国/日本高于 50%)。行业龙头海底捞市占率仅 0.5%, 相比美国餐饮龙头麦当劳/星巴克市占率分别为 5%/2%, 还有很大的成长空间。近年来以海底捞/九毛九/呷哺呷哺为例的龙头企业纷纷上市, 获得资本支持以后快速开店。龙头企业凭借卓越的管理能力、强大的供应链体系、严格的食品安全控制, 市占率迅速提升。疫情加速了中小餐饮企业的出清, 消费者也会更倾向于去品牌餐饮就餐。海底捞主打服务, 太二主打个性化和口味, 呷哺呷哺主打性价比和茶饮, 三家企业形成差异化竞争。预计海底捞/太二/呷哺呷哺/凑凑的门店空间分别为 1700 家/750 家/1850 家/600 家, 相比当前门店数量都有翻倍以上的成长空间。餐饮行业连锁化率提升, 带动餐饮产业链快速发展的逻辑逐渐兑现, 建议投资者积极关注单店模型优秀/正处于快速开店期的海底捞、九毛九, 单店模型改善/估值低估/凑凑快速开店的呷哺呷哺。

表 9：三大龙头与美国餐饮龙头对比情况（单位：亿元人民币）

代码	名称	市值	19年	营收	19年净	净利润	ROE	PE	PE	PE	PE
			营收	增速	利润	增速			(2020E)	(2021E)	(2022E)
MCD.N	麦当劳	9,880	1,470	2%	420	3%	24				
SBUX.O	星巴克	6,498	1,875	10%	255	-18%	27				
YUM.N	百胜餐饮	1,926	390	0%	90	-15%	24				
CMGN	墨式烧烤	1,997	390	17%	24	102%	21%	83			
YUMC.N	百胜中国	1,244	612	6%	50	2%	23%	32	41	23	22
DRLN	达登饭店	662	587	14%	49	29%	30%	15	11		
平均		3,701	887	7%	148	-4%	25%	34	26	23	22
6862.HK	海底捞	1,826	266	57%	23	42%	22%	76	116	32	27
9922.HK	九毛九	157	27	42%	1.6	136%	124%	93	405	51	35
0520.HK	呷哺呷哺	89	61	27%	3	-38%	12%	30	192	15	12

数据来源：Wind，东北证券

## 6. 风险提示

### 6.1. 宏观经济下行

两会期间，政府工作报告没有提出全年经济增速指标，宏观经济受疫情影响下行，较多公司降薪裁员，收入减少+地摊经济处于风口，消费者消费欲望可能不达预期。

### 6.2. 疫情继续扩散

餐饮行业受疫情影响较大。三大龙头餐饮门店关闭接近2个月，目前虽已恢复到正常情况的60%以上，但恢复到正常状态仍需要时间，且海外疫情控制暂不明朗。疫情对三大龙头短期业绩、今年开店速度的影响可能会高于市场预期。

### 6.3. 食品安全问题

食品安全是餐饮企业最主要的风险之一。餐饮企业是劳动密集型企业，随着门店不断扩张，公司要确保所有员工遵守食品安全法律法规会变得越发困难。若由于经营管理不善等因素导致发生食品安全问题，公司的品牌和经营业务会受到明显影响。

**分析师简介：**

**李慧：**CFA，美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士，厦门大学广告学/经济学双学士，现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克斯投资管理公司量化分析师，2015年加入东北证券，深度覆盖社会服务行业，2019年金牛奖研究团队第3名。

**徐乔威：**通过CFA三级，上海交通大学本科、硕士，现任东北证券社会服务组分析师。曾就职于海通证券，3年证券研究从业经历，2019年金牛奖研究团队第3名成员

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengy g@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn