

# 食品饮料

## 以邻为鉴，从萨莉亚发展探寻中国餐饮未来方向

### 投资要点:

► “平成经济”下，日本餐企多角度突围。从上世纪90年代初日本泡沫经济破裂，至2020年的约30年间，日本经济发展不振。低迷的经济环境下，民众消费意愿和能力下滑、生育意愿降低导致企业人工成本增加等因素均冲击着日本餐饮行业的发展。在此背景下，一批优秀日本餐饮企业从多个角度实现突围，在快餐赛道以其廉价便捷的特点得到增长；在家庭餐厅赛道上，依靠各种措施降本增效，提升性价比，做到逆势增长；在国际市场、尤其是东亚市场开拓新增长点，复制成功经验与体系，对本土品牌形成竞争优势。其中，萨莉亚是极致性价比与海外扩张的典型案列。

► 穿越多个经营周期，日本家庭餐厅龙头。萨莉亚公司历经日本多个经营周期，始终屹立不倒，2023财年净销售额1832.44亿日元，归母净利润达51.54亿，在全球共经营1540家门店，其中日本国内1055家。公司创始人正垣泰彦经过对餐厅业务模式多年探索与深入思考，将业务锁定在平价意大利菜，大幅降低菜品价格，打破消费者对西餐固有印象，开辟了独特发展道路，并将连锁经营作为未来经营方略，提出“萨莉亚60年构想”。公司凭借自身性价比优势，于日本经济萧条期逆势增长，于1999年在东京证券交易所上市，并于2003年将业务拓展至国外。

► 独特经营模式与法则，助力萨莉亚高速发展。公司坚持“60年构想”，计划在60年里开设1000家直营门店，并同时进行餐饮产业化布局。截至2023财年，公司在全球共拥有直营门店1540家，“60年构想”已在门店层面达成，生产直销方面公司也已经建立起了非常全面的体系。公司于源头自建工厂降低原料成本，提高供给端灵活性；坚持打造自有产业链，形成产业链闭环，从上游自有农场牧场搭建，蔬菜品种研发，原材料加工，中游垂直采购，到自有物流运送到中央厨房统一加工，再通过自有物流运输至门店，全程自有体系，通过极致性价比吸引消费者；与供应商维持稳定合作关系，不轻易更换供应商，与其互利共赢，共谋发展。通过标准化产品供应、审慎性拓店策略及精细化门店运营多维度降本增效。

► 坚持“萨莉亚”品质与服务，打造日本餐饮出海标杆。公司于2003年在上海开设中国第一家萨莉亚门店，开启了公司的海外业务，2008年又开辟了香港、新加坡和台湾市场，形成了现今的门店网络格局，目前中国大陆是公司海外最主要市场。出海过程中，公司因地制宜，在沿袭其极致性价比运营方针的同时，针对各个海外市场实际情况进行策略调整，如在中国以雇佣正式员工为主、改变门店模型、根据海外各国饮食习惯调整了当地菜单等。供应链建设方面，公司积极与本土供应商开展合作，并建设海外生产基地，通过海外独立供应链建设，继续助力其性价比经营战略。

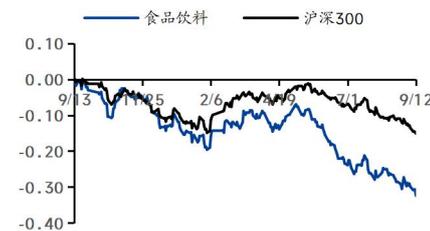
► 投资建议：当前中国经济的发展和日本1990-2020年仍有很多不同，如经济规模、产业结构等因素，但通过前文对日本餐饮在约30年间的发展历程，可以看到消费者愈发理性的消费趋势是两国餐饮行业发展的共同主旋律。因此，我国餐饮企业未来应该提升自身综合实力，不断提高产品性价比。推荐国内性价比快餐龙头**百胜中国**；建议关注建立性价比新品牌“小嗨火锅”的**海底捞**。

### 风险提示

宏观经济风险、餐饮门店拓店不及预期、行业竞争加剧、食品安全风险、流动性风险。

## 强于大市（维持评级）

### 一年内行业相对大盘走势



### 团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

分析师：童杰(S0210523050002)

tj30105@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、二季报收官，双节降至，静待花开——2024.09.11

2、Q2龙头增长韧性凸显，估值置信度提升——2024.09.01

3、赛程过半显分化，价值洼地现真章——2024.08.25



## 正文目录

1 “平成经济”下，日本餐企多角度突围.....	3
1.1 基底资产泡沫崩溃，日本经济增长陷入停滞.....	3
1.2 供需两端受负面影响，三大因素制约外卖发展.....	4
1.3 提升性价比加强本土竞争力，海外市场开辟新增长点.....	6
2 意式餐饮“异类”，业务横跨多国的知名品牌.....	8
2.1 穿越多个经营周期，日本家庭餐厅龙头.....	8
2.2 定位低价家庭餐厅，二十余年耕耘厚积薄发.....	10
3 独特经营模式与法则，助力萨莉亚高速发展.....	12
3.1 萨莉亚“60年构想”指导，建设供应链体系压低成本.....	12
3.2 极力提升运营效率，降低成本提高利润.....	13
3.3 多方面精细化运营，提升生产率.....	15
4 坚持“萨莉亚”品质与服务，打造日本餐饮出海标杆.....	15
4.1 着力布局中国市场，开拓公司新盈利主力.....	15
4.2 品牌文化本土化结合，维持品牌高性价比.....	16
5 投资建议.....	18
6 风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 日本 GDP (十亿日元).....	3
图表 2: 日本电子产业产值 (亿日元).....	4
图表 3: 日本生产率情况.....	4
图表 4: 日本实际工资指数变化 (2020 年为基期).....	4
图表 5: 日本失业率 (%) 情况.....	4
图表 6: 1990-2019 年日本外食化率 (%).....	5
图表 7: 1980-2010 年日本外食市场规模 (千亿日元).....	5
图表 8: 每名女性平均生育人数变化.....	6
图表 9: 泉盛集团 MMD 系统.....	7
图表 10: 日本家庭餐厅客单价指数变化 (1993 年为基期).....	7
图表 11: 萨莉亚企业理念.....	9
图表 12: 萨莉亚品牌口碑在日本家庭餐饮品牌中名列前茅.....	10
图表 13: 公司财年营收情况 (亿日元).....	10
图表 14: 萨莉亚在东京人气前五的意式餐厅中人均消费最低.....	11
图表 15: 公司历史沿革.....	11
图表 16: 萨莉亚生产直销体系.....	12
图表 17: 一般情况下餐饮企业全链条产业通道.....	13
图表 18: 公司 2020-2023 毛利率情况 (%).....	14
图表 19: 门店装修风格.....	15
图表 20: 公司海外门店数量 (家).....	16
图表 21: 不同地区菜单品类.....	17
图表 22: 行业公司估值表.....	18

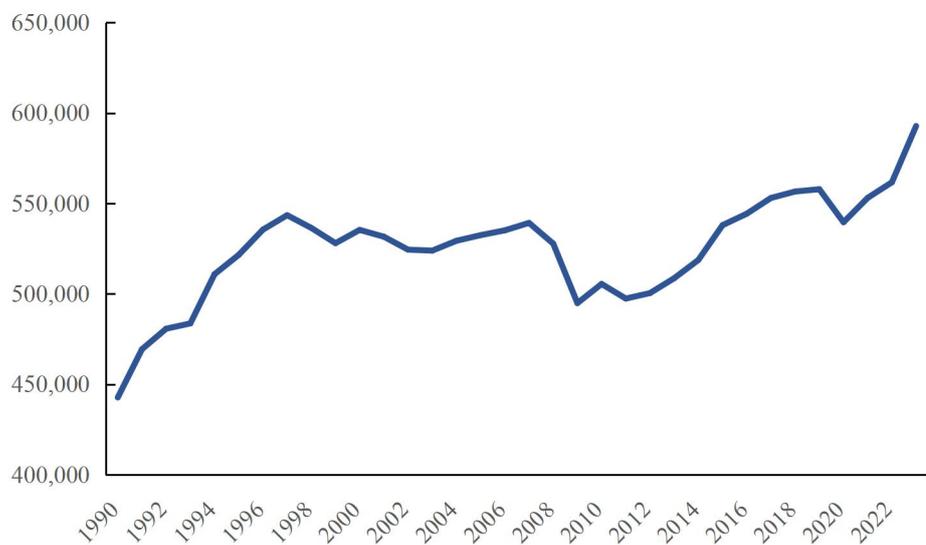


## 1 “平成经济”下，日本餐企多角度突围

### 1.1 基底资产泡沫崩溃，日本经济增长陷入停滞

20 世纪 80 年代末，日本在如股票、房地产等资产价格高速增长的影响下实现了高速的经济发展。日本政府为抑制泡沫经济，采取了如加息、限制土地金融等政策。投资者纷纷抛售资产，对金融市场造成巨大影响，日本经济受到重创，整个 20 世纪 90 年代都笼罩在经济萧条的影响下。2008 年全球金融危机又阻碍了日本的经济复苏步伐。因此在 1990 至 2020 年间，日本经济整体发展缓慢。

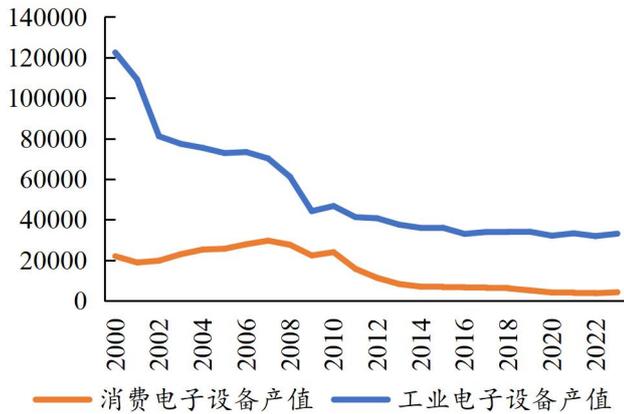
图表 1: 日本 GDP (十亿日元)



数据来源：WIND、日本内阁府、华福证券研究所

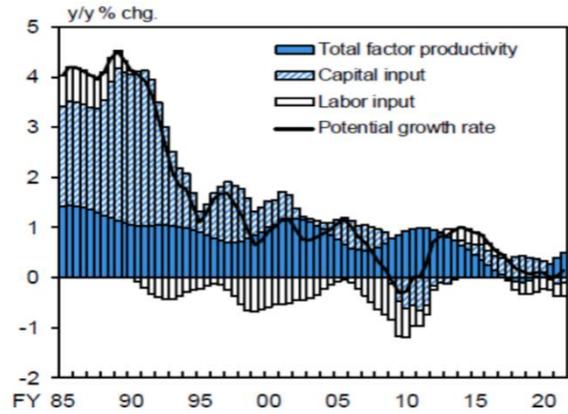
**电子产业夕阳西下，日本经济支柱崩塌。**日本政府在二战后高度重视发展电子行业。在上世纪 70-80 年代，日本电子产业达到巅峰，涌现出了 NEC、东芝、索尼、松下、夏普等巨头企业，1988 年其在全球半导体市场份额达到 50% 以上。由于日本电子行业对美贸易长期处于高位顺差，影响美国电子产业发展，美国通过广场协议等手段削弱日本电子产品在国际市场的竞争力。尽管日本电子产业在 20 世纪 90 年代依然保持增长，但因为缺乏足够的科技创新，没有充分参与 PC 等未来规模巨大的市场领域，最终被中美韩等国超越。进入 21 世纪，日本电子产业规模急剧萎缩，高附加值产业的衰落导致劳动生产率下滑，进而使经济衰退。

图表 2: 日本电子产业产值 (亿日元)



数据来源: WIND, 日本经济产业省, 华福证券研究所

图表 3: 日本生产率情况



数据来源: 远川研究所、日本银行, 华福证券研究所

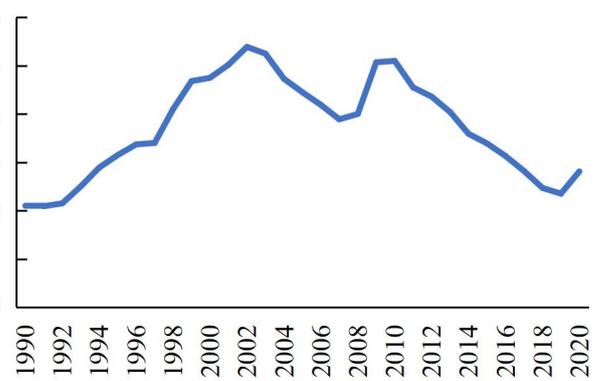
恶性循环致使就业情况恶化, 日本民众生活受创。日本经济衰退的情况下, 企业缩减产能、压缩支出, 并限制员工加班。泡沫经济时期, 加班费是日本工薪阶层的重要收入来源。收入锐减造成消费缩水, 又使企业继续削减投资, 进一步收缩工作岗位, 形成恶性循环。90年代起的日本进入了“就业冰河期”, 失业率上涨, 民众收入降低, 生活愈发困难。

图表 4: 日本实际工资指数变化 (2020 年为基期)



数据来源: 厚生劳动省, 华福证券研究所

图表 5: 日本失业率 (%) 情况



数据来源: WIND, 日本统计局, 华福证券研究所

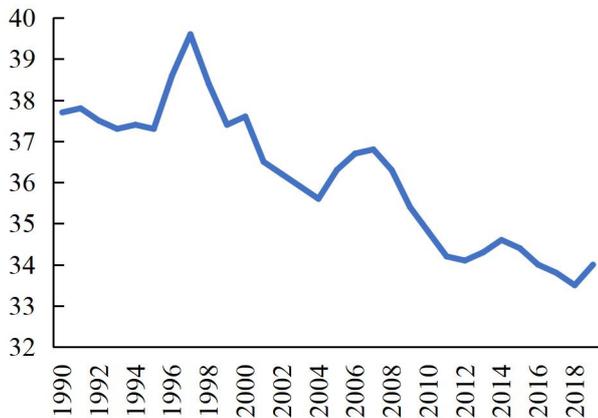
### 1.2 供需两端受负面影响, 三大因素制约外卖发展

中食需求增加, 降低外卖率。日本按照烹饪和用餐场景将餐饮分为内食 (消费者自己购买食材回家烹饪、用餐)、中食 (消费者在外购买成品食品后带回家用餐) 和外卖 (消费者在餐厅就餐) 三类。90年代起, 经济压力增大导致日本消费者外卖频率下降; 家庭中女性更多外出就业, 以改善家庭收入情况, 导致家中无人做饭的比例更高, 内食比例下降。新的生活方式催生了对方便快捷食品的更高需求, 因此



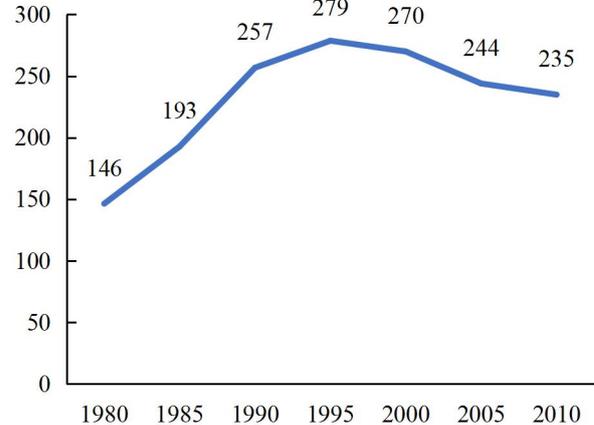
中食需求逐渐替代了内、外食需求。日本餐饮服务协会的数据表明，90年代以来日本外食率整体呈下降态势，外食市场规模的增长趋于停滞。

图表 6: 1990-2019 年日本外食化率 (%)



数据来源: 日本食品安全与保障基金会, 华福证券研究所

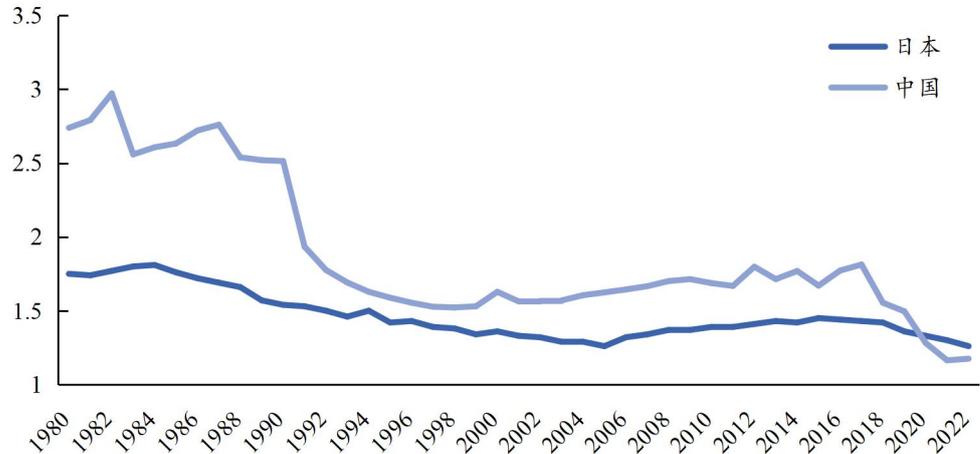
图表 7: 1980-2010 年日本外食市场规模 (千亿日元)



数据来源: 日本食品安全与保障基金会, 华福证券研究所

**消费者信心受挫, 冲击日本餐饮业。**日本内阁府针对消费者对未来预期, 从“生活取向”、“收入增加”、“就业环境”和“购买耐用品时的决断”四个方面对国民进行了定期调查, 并编制出“消费者态度指数”。结果表明, 1990-2010 年间, 日本民众对消费的信心呈整体下降趋势。随着日本经济环境恶化、收入减少, 或对未来经济情况的预期不乐观时, 民众普遍会尽可能地减少非必要的消费, 进而冲击整体日本餐饮业。

**生育意愿下降, 增加企业人工成本。**经济环境恶化导致民众养育孩子更加吃力, 增加经济负担, 从而不愿意生育。日本出生率从 1990 年开始便低于 10%, 平均每名女性生育数降至 1.5 以下, 2019 年出生率为 7%。生育率的降低减少了劳动力的供给, 导致劳动力成本的上升。人口红利不再, 导致兼职工人的最低时薪从 1985 年的 460 日元翻倍至 2020 年的 920 日元。劳动力成本增加不断恶化企业的“利润表”, 导致餐饮企业经营更加困难。


**图表 8: 每名女性平均生育人数变化**


数据来源：世界银行、华福证券研究所

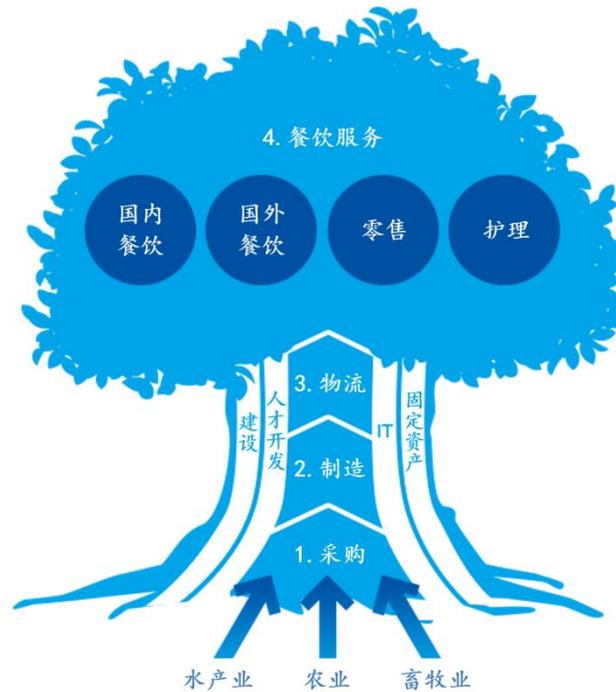
### 1.3 提升性价比加强本土竞争力，海外市场开辟新增长点

日本餐饮服务协会将餐饮外食分为五大主要业态：**快餐、家庭餐厅、晚餐餐厅、居酒屋、咖啡馆**。在日本当时经济萧条、供需两端遇困的背景下，不同业态的餐饮企业必须寻找符合自身经营特性的突围打法。

**享受消费降级红利，快餐赛道得到增长。**恶化的消费经济环境下，餐饮市场扩张困难，转型向存量市场发展。快餐赛道以便捷、廉价的特点深受消费者的喜爱，在赛道间的竞争中拥有得天独厚的优势。快餐可按照提供产品的种类分为西式快餐和日式快餐等类型。西式快餐赛道龙头长期由麦当劳、肯德基等品牌牢牢把持；而日式快餐主要包含牛肉饭、咖喱、回转寿司等，比起西式快餐更贴合日本人日常饮食习惯。日式快餐店菜品相对单一，制作流程也相对简单，因此利于标准化运营，更容易同意集采等方式压低成本。从 90 年代起，日式快餐赛道浮现出吉野家、食其家、滨寿司等知名品牌。

**央厨提升运营效率，打造高性价比快餐。**食其家积极提升运营效率，利用自己的配送系统和人员管理方式，努力实现点餐送餐标准化及专业化。其利用菜单 SKU 少，后厨面积小，且结账台与后厨相连等优势，大幅提高了门店出餐速度，使门店实现效率化运营。其母公司泉盛集团开创了大众销售系统（Mass Merchandising System），整合企业整体供应链，对食物从采购到生产、从物流到店铺销售实现扁平化、智能化管理，从而削减原材料成本和管理费用。多方面的举措使食其家产品的性价比趋于极致，极大程度提升了品牌吸引力。食其家的企业战略也在一定程度上代表了经济下行时期日式快餐品牌的普遍策略。

图表 9: 泉盛集团 MMD 系统



数据来源: 公司官网、华福证券研究所

**家庭餐厅赛道上, 企业普遍降价招徕顾客。**家庭餐厅提供的菜品相对更加丰富, 用餐场景更复杂, 更难实现标准化运营, 比起快餐店也更容易吸引消费者高频次用餐, 因此 90 年代起家庭餐厅的处境往往比快餐赛道更加艰难。家庭餐厅在日本经济萧条期的客单价不断下滑, 在此背景下, 萨莉亚通过提升自身经营效率将产品性价比做到极致, 在价格低廉的情况下依然为顾客带来令人满意的用餐体验, 从而实现逆势增长, 从 1992 至 2003 年间, 门店数量增加了 10 倍。

图表 10: 日本家庭餐厅客单价指数变化 (1993 年为基期)



数据来源: 日本餐饮服务协会、华福证券研究所

面对国内需求端长期疲软，日本餐企将目光投向海外。东亚市场是日本餐饮企业出海的主要目的地，尤其是中国。日本餐饮企业利用自身标准化运营的成功经验与成功的供应链体系建设，在海外取得竞争优势。早在1989年，吉野家就将业务首次扩展到了中国台湾，随后在中国香港、中国内地、菲律宾等地开设门店，至2018年，海外门店已占总数的4成。萨莉亚从2003年起，通过设立分公司的方式在海外经营门店，中国目前已是萨莉亚主要的盈利来源。业务“出海”经营发展，为日本餐饮企业带来了新的增长点。

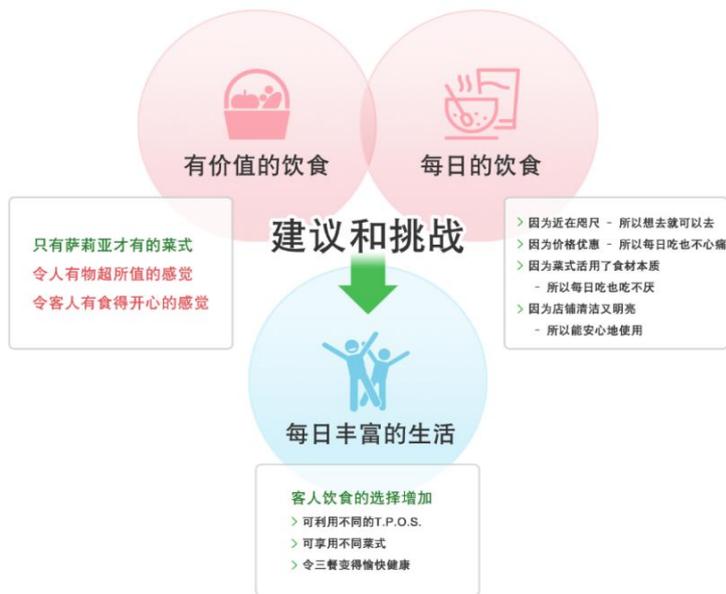
## 2 意式餐饮“异类”，业务横跨多国的知名品牌

目前，我国社会经济的发展阶段与日本平成时期有一定的相似处，如消费降级、生育率降低等，餐饮行业的发展因而受到类似的压力。在此情况下，借鉴日本优秀餐饮企业在困境中的破局策略，对启发我国餐饮行业在压力下增长有着重要参考意义。与日本不同，我国中食领域主要由外卖占据，对快餐的冲击比起日本更强，正餐化近年来成为快餐行业的趋势之一；因此日本家庭餐厅赛道知名品牌的发展历程，对我国餐饮业相对更有参考价值。本文以萨莉亚为例，探讨品牌在日本经济环境下如何实现逆势增长。

### 2.1 穿越多个经营周期，日本家庭餐厅龙头

萨莉亚创立于1973年，平价意式餐饮吸引多元化客群。公司主要经营平价意式家庭餐厅，以极致的性价比作为核心，门店网络覆盖东亚多国。公司以向大众推介有价值的饮食方案为核心，专注提高公司的品质、服务及卫生水准，向消费者推广健康、丰富的饮食文化。公司力图解决让顾客能在日常生活中反复光顾的“合理的价格”和让顾客愉悦享用的“美味”间的矛盾关系，从研发到生产、加工到全流程统一负责，为顾客提供健康、美味、卫生的餐饮服务。

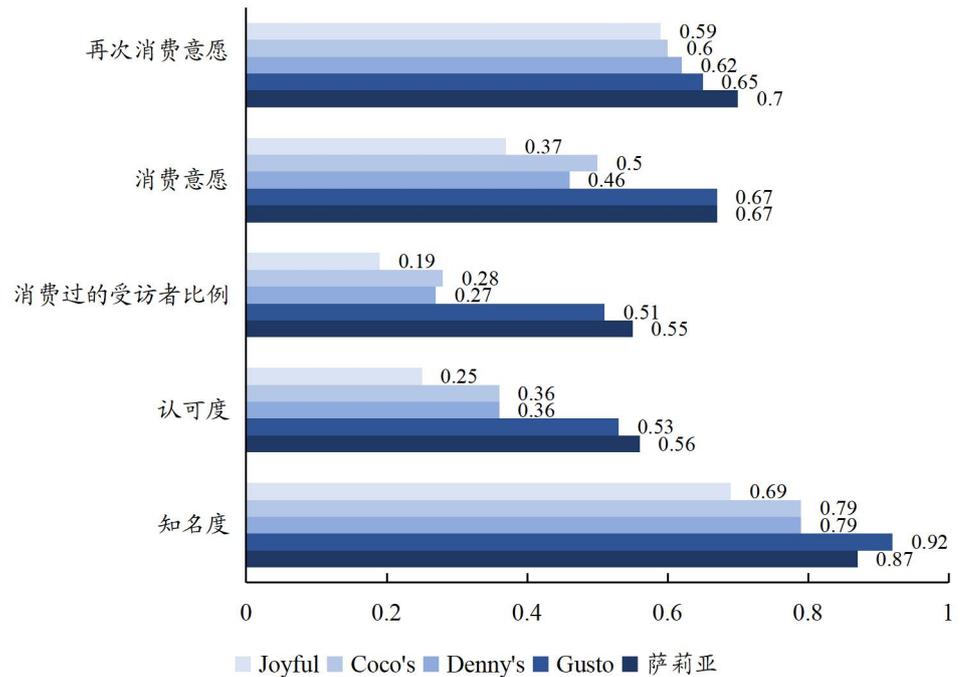
图表 11: 萨莉亚企业理念



数据来源：公司官网、华福证券研究所

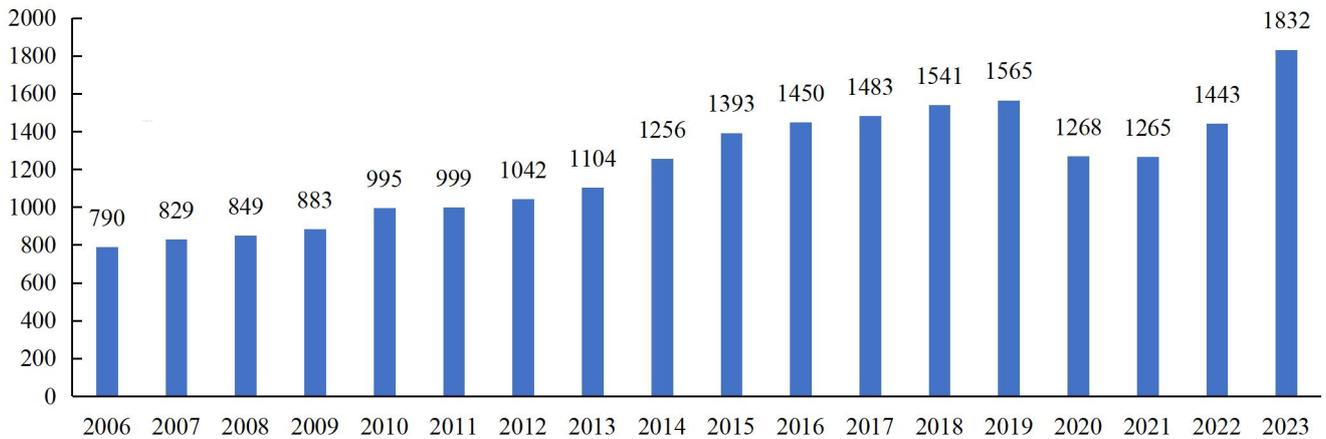
**50 余年发展，造就日本餐饮巨头。**从 1973 年创立至今，公司历经日本多个经营周期，始终屹立不倒，并逐渐成长为一家跨国餐饮集团。2023 财年，公司净销售额 1832.44 亿日元，归母净利润达 51.54 亿日元，在全球共经营 1540 家门店，其中日本国内 1055 家。萨莉亚在日本国内有着良好的口碑，一项针对消费者的调查显示，日本 5 大知名家庭餐饮品牌中，萨莉亚是认可度、消费过的受访者比例、顾客消费与再次消费意愿最高的品牌。

图表 12: 萨莉亚品牌口碑在日本家庭餐饮品牌中名列前茅



数据来源: Z.com Engagement Lab、华福证券研究所

图表 13: 公司财年营收情况 (亿日元)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

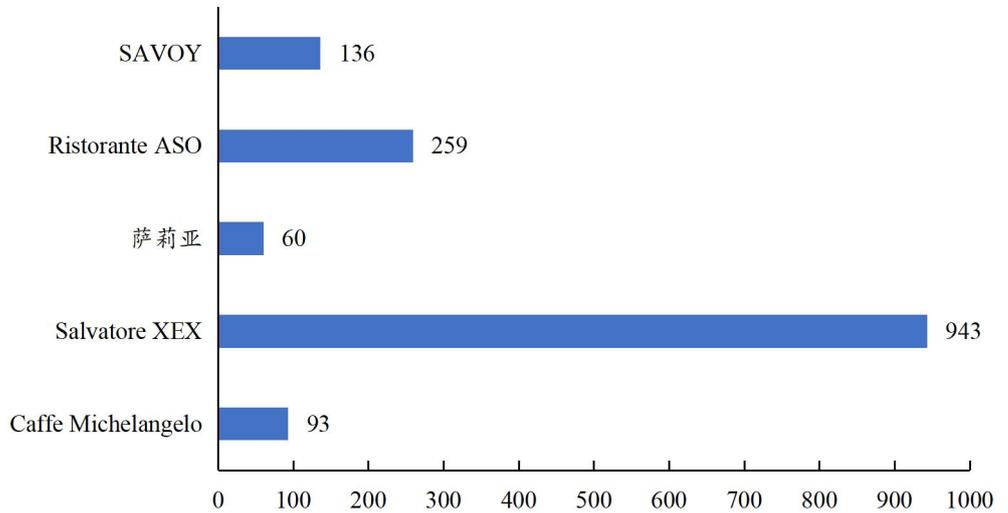
## 2.2 定位低价家庭餐厅，二十余年耕耘厚积薄发

**创始人经验丰富，明确高标准化意式快餐赛道。**公司创始人正垣泰彦自 1967 年 7 月起经营一家私人餐厅“Restaurant Saizeriya”。经过对餐厅业务模式的多年探索与深入思考，正垣泰彦在积累了餐厅运营管理的经验同时，也将业务锁定在平价意大利菜。由于历史文化、社会环境及经济状况等因素，意大利菜乃至西餐在当时日本人普遍认知中档次高、价格高。借助西餐易于标准化生产、压低成本的优势，萨莉亚做到与竞争对手相比，在菜品口味、服务品质不落下风的同时，大幅降低了菜品价格，打破了消费者对意大利菜甚至西餐的固有印象，与当时的市场环境下的主流餐饮形成了差异化，从而开辟出一条独特的发展道路。在后来食品工业化的发展



过程中，意式餐饮也体现出比起东亚本土饮食更具标准化生产和运营潜力的优势，反过来助力萨莉亚进一步提升效率，追求极致的性价比。

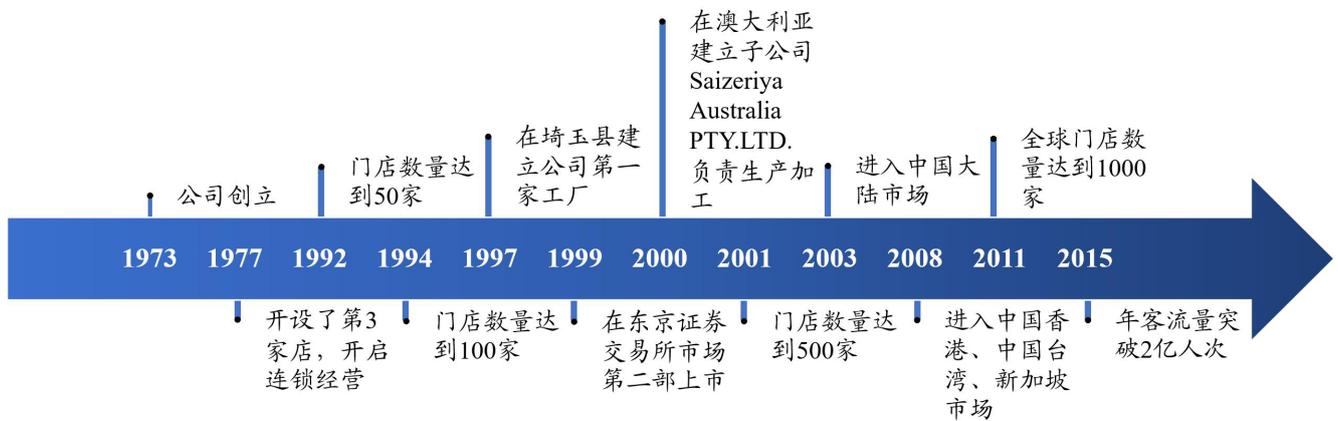
图表 14: 萨莉亚在东京人气前五的意式餐厅中人均消费最低



数据来源: 大众点评、华福证券研究所

**确立连锁经营方略，60 年构想指引发展。**此外，正垣泰彦在此期间接触了连锁经营理论，将连锁经营作为未来经营的方略，并提出“萨莉亚 60 年构想”。为未来增加门店数量准备，公司于 1973 年 5 月成立。此后公司平稳发展 20 年，在上世纪 90 年代的日本经济萧条期，凭借自身价格优势得到爆发式增长，于 1999 年在东京证券交易所上市，并于 2003 年将门店网络拓展至国外。

图表 15: 公司历史沿革



数据来源: 公司官网、华福证券研究所

### 3 独特经营模式与法则，助力萨莉亚高速发展

#### 3.1 萨莉亚“60年构想”指导，建设供应链体系降低成本

坚持萨莉亚“60年构想”，追求意式餐饮产业化。萨莉亚“60年构想”——在60年里开设1000家直营门店并建立自己的生产直销体系，在公司创立初期设立，坚持至今没有改变。截至2023财年，公司在全球共拥有直营门店1540家，“60年构想”已在门店层面达成，生产直销方面公司也已经建立起了非常全面的体系。

图表 16: 萨莉亚生产直销体系

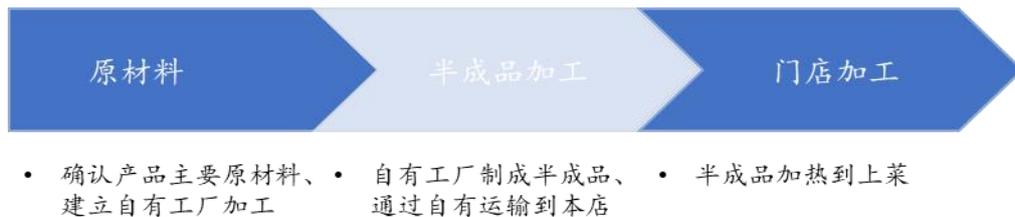


数据来源：36Kr、前瞻产业研究院、华福证券研究所

**当地供应链品类有限，自建供应体系满足个性化需求。**从上世纪 50 年代起，日本餐饮行业工业化进程加速，涌现出一批餐饮供应链企业。随着冷链运输、大型超市、冰箱等逐渐在日本普及，冷冻食品作为餐饮供应链中的重要一环获得了快速发展。目前，日本有多家大型冷冻食品企业，包括日冷、神户物产、味之素等知名企业，其生产的冷冻食品主要囊括炒饭、炸鸡、煎饺、乌冬面、肉排等，以日式或中式饮食为主。萨莉亚自身体量与主营产品导致仅依赖第三方供应商，并不能很好地解决供应问题。因此萨莉亚选择自建供应链，从源头到餐桌搭建完整的产业链。

**力求打通全链条产业通道，赋能门店经营效率。**生产直销体系是公司低成本的基础与保证，这套体系下，公司有效地减少产业链各个环节的成本、费用。公司的生产直销体系正在不断的完善与优化，未来公司将打通从源头到自有门店产业通道，实现真正的餐饮产业化。

图表 17：一般情况下餐饮企业全链条产业通道



数据来源：华福证券研究所绘制

**自建工厂源头直采，“高品质”与“高效率”双驱并行。**从确定产品所需原料到全球范围寻找优质产地，自有投资在当地建立自有工厂，自产自生产自用将原料成本做到最低，保障原料高品质的同时，可对原料产量进行高效调节。挪威的虾、澳大利亚的酱、意大利的面粉、西班牙的米全部来自于自有工厂；肉类来自自有的澳大利亚牧场；红酒则来自意大利的自有酒庄，大大提高了控制成本波动的能力，“高品质”与“高效率”双驱并行的同时，可将原料成本维持在极低的水平。

**打造产业链闭环内循环，低成本助力公司竞争发展。**公司从始至终一直坚持建立自有产业链，形成产业链闭环，从上游自有农场牧场搭建，蔬菜品种研发，原材料加工，中游垂直采购，到自有物流运送到中央厨房统一加工成半成品，再通过自有物流运输到各门店，通过简单加热即可提供给顾客，全程自有体系，通过极致性价比吸引消费者，当物价出现大浮动波动如 20 世纪末日元危机、2020 年全球新冠疫情时，公司拥有更大的抗击风险的能力，能有效的抵御价格的波动。未来在不确定因素越来越多的情况下，拥有自有产业链，将成为公司稳定发展的保障。

**深化合作关系，与供应商共谋发展。**公司始终坚持应与供应商共同进步，不追逐低廉价格而轻易更换供应商，让渡一部分获利空间的做法给予了供应商创新动力，使其有意愿增加投入去产出更优质的产品，此类长期关系的构筑使公司与供应商可以互利共赢，共谋发展。

**基于供应链的不断打磨和优化，公司可以显著提高其价格优势。**每当从供应链中“挤出”足够的利润时，利润就会反馈给消费者。公司菜品价格几十年如一日，直到 2023 年其菜单 100 道菜里，有 72 道是 20 元以下的。

### 3.2 极力提升运营效率，降低成本提高利润

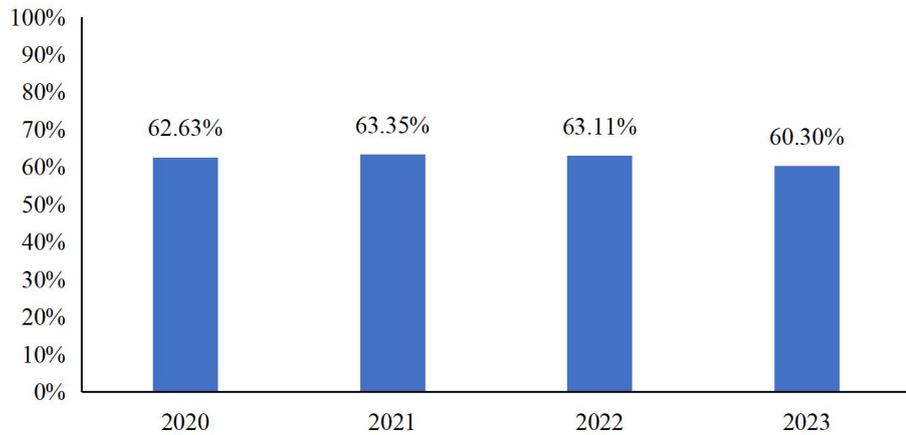
公司每一个经营动作都指向“高品质”与“高效率”，将经营成本全方位的压缩到极致，从而为消费者提供极致性价比的产品。

**极致成本控制门店模型，确保产品性价比。**从菜品方面看，不同于其他餐饮连锁品牌，每一家连锁品牌都会根据当地消费者喜好添加一些本地化的菜品，但是萨莉亚菜单的大部分内容几乎“二十年如一日”，公司产品高度标准化，意式披萨、蒜香面包、意式肉酱面等产品从创立迄今始终活跃在菜单中。较为固定的产品线降低了食品原料标准化生产的难度，由中央厨房出品后配送到每家餐厅，大大压缩了



成本。自 2020-2023 年，萨莉亚毛利率水平一直稳定在 62% 左右，这极大的归功于萨莉亚有效的成本控制。

**图表 18: 公司 2020-2023 毛利率情况 (%)**



数据来源：公司公告、华福证券研究所

**持续盈利优先，审慎拓展门店网络。**公司对门店扩张十分慎重，1998-2003 年间，公司以每年 100 家店的平均速度快速扩张门店网络，但人才储备不足导致单店收入从 1.3 亿日元下降至 9000 万。因此公司放慢拓店速度，2003-2008 年间限制每年开店数量在 20 家左右。公司在拓店时最关注的指标就是门店的投资回报率 ROI，即年营业利润占总投资额的比例。为了保证投资回报率达标，在新开门店时尽可能地控制投入成本；为保证门店的持续经营，必须保障利润充足且持续。为此，公司针对财务战略和设备投资上制定了明确的章程。公司对新开门店的判断基准是 ROI 能够达到 30%。开店后至少要达到 20%。

**门店建设多角度节约，建店成本极致化。**借助强大的中央厨房建设，餐厅后厨没有明火、不用刀切、可以用传送带烤箱以实现连续作业，借此公司将门店的厨房面积减半，从而在相同的总面积下实现了更多的座位数，提升坪效。餐厅不追求奢华的装修风格，以简约为主，强调门店卫生干净，但没有统一的标准，一些门店仍旧保持原来店铺的装修。餐厅选址并不像必胜客等知名连锁品牌，选择黄金地段的黄金位置，如商场一楼或者门口，而是选择商场内楼层较高，相对偏僻的位置，既节约了租金，又享受到了热门地段高人流量带来的好处。


**图表 19: 门店装修风格**


数据来源：深氮新消费、搜狐、界面新闻、加盟星、华福证券研究所

### 3.3 多方面精细化运营，提升生产率

从员工雇佣方面来看，强调“人时销售”的概念。人时销售即每个员工每小时实现的营业额。公司雇员除固定管理人员以外，全部为小时工，以控制人工成本的比例，精细化运营到极致，降低成本的同时增加竞争力。一家约 200m<sup>2</sup>、120 座的门店内，配备 10 名员工，其中仅有 2 名正式员工，剩余 8 人均均为小时工，大堂和厨房的人员配比大约为 5:5。店员没有明确职务分工，同时兼顾端菜、顾客服务、后勤工作。例如客人走后快速打扫，带新客入座；后厨按铃催促上菜，一次尽量要手拿三份菜品；客流较少的时段清洗餐具，进行垃圾分类，临近下班前还要收后勤和收铺。所有工作都有相应的规范和要求，员工只需按要求照做即可。

供给端同样追求效率最大化。原材料生产环节，公司积极开发农产品新品种以提高效率。如公司培育了一种新品种西红柿，其高度仅为普通西红柿的一半，农民采摘时不必连续蹲下，减少了收获期间的劳动时间，提高了收获效率。公司还开发了一种名为“Saizeriya No.18”的新品种，减小了核心的大小，使一头生菜可以生产 5-7 份沙拉。上游收割环节，为减少人工消耗，公司牺牲耕种面积，让卡车和机器可以直接开到田地，以提升效率。食材预包装方面，农户无需对食材进行预包装，收割完直接被运输到中央工厂，最大程度保鲜的同时，节省人工和包材费用。

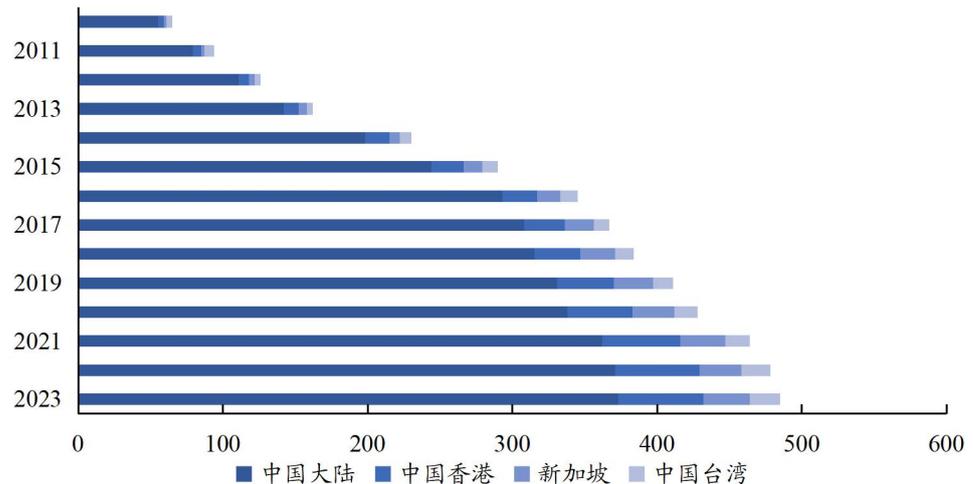
## 4 坚持“萨莉亚”品质与服务，打造日本餐饮出海标杆

### 4.1 着力布局中国市场，开拓公司新盈利主力

盈利能力远超本土，海外市场贡献巨大。公司于 2003 年在上海开设中国第一家萨莉亚门店，开启了公司的海外业务，2008 年又开辟了香港、新加坡和中国台湾市场，形成了现今的门店网络格局。2023 财年，公司在亚洲市场（除日本外）营业收入仅为 627.4 亿日元，但经营利润达 84.5 亿日元，是总经营利润的 117.3%。在 2024 年日元大幅贬值的背景之下，海外市场所贡献的营收与利润对公司的重要性进一步提高。目前，公司在海外共经营 485 家门店，其中 373 家位于中国大陆，是公司海外最主要的市场。因此，可以认为中国市场目前是公司盈利的主要来源。



图表 20: 公司海外门店数量 (家)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

#### 4.2 品牌文化本土化结合, 维持品牌高性价比

**坚定性价比战略, 灵活调整运营战术。**公司在海外的经营, 依然以高性价比作为核心, 沿袭了公司在日本极致的降本增效手段, 同时也针对海外各个市场的实际情况, 做出了一些调整。在中国, 由于人们不太在意拥挤时和别人坐在一起用餐, 公司比起翻台率更加重视餐厅满座率, 在中国的店铺模型也因此由最初的 260 座的演变为 150 座为主。为控制人工费用在成本中的比例, 公司在日本招聘店员主要以兼职人员和临时工为主, 但在中国受制于户口制度, 大城市内的就业者基本全部都希望成为正式员工, 因此公司在中国改为以雇佣正式员工为主的策略。公司针对海外各国的饮食习惯, 针对性调整了在当地的菜单, 甚至在中国北京、上海、广州三个地区也分别设计了三种不同的菜单, 更好迎合了当地消费者的口味。公司参照当地实际物价, 调整产品定价, 使得“萨莉亚”品牌在公司所进入的每一个市场都是高性价比的代名词。

**合作 + 自建工厂, 深化海外供应链建设。**日本总部强大的供应体系为公司的海外扩张带去了便利与优势, 但公司海外的餐饮业务并不单纯依赖日本供应链, 也积极与本土供应商开展合作, 不仅能进一步压低成本, 还有助于面对国际经济形式变化的冲击。公司于 2000 年在澳洲建立第一个海外生产基地, 建设面积达 132 万平方米的巨型工厂, 利用澳洲的原产地优势生产加工牛肉、奶酪酱等食材, 服务公司餐厅业务。通过海外供应链相对独立的建设, 公司得以利用国外市场相对较低的物价压低成本, 不断降低产品价格、提高性价比。公司还计划在广州建设一家用于生产核心食材的加工厂, 深度优化公司在海外市场的供应链, 稳定产品供应, 进一步提升性价比, 该工厂预计在 2026 年投入运营。

图表 21: 不同地区菜单品类





数据来源：公司官网、华福证券研究所

## 5 投资建议

当前中国经济的发展和日本 1990-2020 年仍有很多不同，如经济规模、产业结构等因素，但通过前文对日本餐饮在约 30 年间的发展历程，可以看到消费者愈发理性的消费趋势是两国餐饮行业发展的共同主旋律。我国餐饮业消费者在未来会更加关注餐饮产品本身，注重餐饮性价比，同时兼顾餐饮产品质量。因此，我国餐饮企业未来应该提升自身综合实力，不断提高产品质价比。

综上，我们推荐国内性价比快餐龙头**百胜中国**；建议关注建立性价比新品牌“小嗨火锅”的**海底捞**。

图表 22：行业公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (港股单位为 港元,其余单位 为元)	EPS (港股单位为港元/股, 其余单位为元/股)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
9922.HK	九毛九	2.59	0.22	0.31	0.40	0.48	12.04	8.34	6.45	5.41
6862.HK	海底捞	13.12	0.77	0.87	0.98	1.07	17.09	15.00	13.44	12.27
9987.HK	百胜中国	268.2	2.19	2.24	2.46	2.72	122.33	119.54	109.06	98.76
9869.HK	海伦司	1.79	0.07	0.18	0.22	0.29	24.44	10.20	8.00	6.13
2555.HK	茶百道	6.02	0.53	0.65	0.71	0.75	11.29	9.22	8.52	8.08
2150.HK	奈雪的茶	1.45	-0.28	0.06	0.15	0.21	-5.10	23.40	9.83	6.84
603043.SH	广州酒家	14.85	0.97	1.10	1.27	1.44	15.34	13.51	11.71	10.34
605108.SH	同庆楼	16.99	1.17	1.35	1.75	2.21	14.53	12.57	9.69	7.69

数据来源：2024 年 9 月 1 日 iFind 一致预期、华福证券研究所

## 6 风险提示

1) 宏观经济风险：可能导致居民消费力下降进而影响餐饮消费增长、人工成本



增加等。

**2) 餐饮门店拓店不及预期:** 受宏观经济和行业竞争影响, 餐饮企业门店表现可能会出现波动, 从而影响企业开店计划。

**3) 行业竞争加剧:** 行业进入门槛放低, 增加竞争强度, 行业整体盈利能力可能受到影响。

**4) 食品安全风险:** 食品安全是维系餐饮消费者信任度的核心, 突发重大食品安全问题可能会导致舆论事件的发生, 影响企业乃至全行业发展。

**5) 流动性风险:** 股票市场流动性出现波动, 可能影响投资者投资意愿。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn