

楊國福冀開萬店 力爭成麻辣燙首股

券商：上市助抗風險 惟疫下不利餐飲企估值

新股解碼

繼新式茶飲第一股「奈雪的茶」(2150)去年在港上市後，餐飲企業上市熱度不減。被視為港股「麻辣燙第一股」、人均消費30元(人民幣，下同)的楊國福麻辣燙，今年2月底在港遞交上市申請，在疫後復甦之際能否闖關成功？分析指，內地疫情對餐飲行業帶來影響，相關企業選擇在上市時不利於公司估值，惟亦是提升自身資金實力增加抗風險能力的時機。

大公報記者 程曉村

與行業困難重重形成對比的是，餐飲企業IPO的熱情有增無減。談及餐飲企業在疫下選擇上市的原因，信誠證券聯席董事張智威指，短期來看，是可以提升企業自身資金實力，增加抗風險能力。而長期則可以憑藉低成本融資，拓展業務規模，實現財富價值和品牌价值雙豐收。他又指出，選擇此時上市，或許可幫助部分餐飲企業及時應對疫情所帶來的一大難關。

加盟費佔收入逾九成

在晉裕環球資產管理投資組合經理黃子樂看來，目前大市情況較差，加上內地控制疫情的相關措施嚴厲，較不利於餐飲股，因此不建議在此時入手。其實正常情況下，企業應待前景最具吸引力及資金願意給較高估值時才選擇上市，但個別企業選擇目前時機上市，或因其對行業前景的判斷及企業戰略有關。

來自加盟餐廳的加盟費和系統維護費以及向加盟商銷售貨品，是楊國福的主要收入來源，佔公司收入九成以上。截至去年9月底止，「楊國福」品牌旗下共有5783家餐廳，其中僅有3家是自營餐廳，其餘均為加盟餐廳，包括遍布中國31個省市的5759家及布局在澳洲、加拿大、美國等國的21家海外加盟餐廳。公司目標2025年達到萬店規模。

根據楊國福的招股書，2020年上半年內地零售、餐飲等行業均受疫情重創，公司亦受到下游加盟商的經營壓力，導致當年業績降低，而在疫情穩定後又隨即暴漲。公司去年首9個月，收入大幅增長逾60%至11.63億元，而2019年和2020年全年，則分別錄得收入11.82億元和11.14億元。股東應佔溢利亦錄得大幅增加，去年首9個月純利增長1.14倍至1.97億元；毛利率亦受惠產能上升和新資產貨品毛利率較高，而由26.8%提升至30.2%。

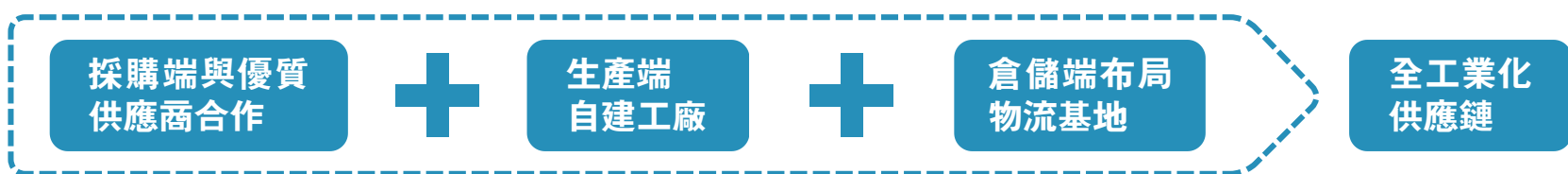
去年首三季賺2億 拓零售產品

去年開始，楊國福積極多元化，拓展零售產品，將「即食、即熱、即烹」的理念融入品牌和產品。截至去年9月底止，公司已推出16款零售產品，包括麻辣燙自熱鍋、多人份自熱火鍋及火鍋湯底料等。去年首9個月錄得相關收入3720萬元，減輕公司因疫情帶來的負面影響。

根據市場數據，按商品交易總額計算，中國複合調味料的市場規模由2016年約828億元增加至2020年約1216億元，預計2025年將達到約1818億元；而按零售額計算，中國自熱鍋的市場規模由2016年約4億元快速增加至2020年約70億元，年複合增長率為102.9%，預計2025年將達到約176億元。

楊國福是次集資所得，將會用於升級生產設施以支持加盟餐廳業務線、豐富品牌組合、擴大零售產品供應；加強研發能力；拓展國內外市場餐網網絡；加強供應鏈能力以及未來潛在戰略擴張機遇等。中信建投為是次IPO的獨家保薦人。

楊國福供應鏈體系構成



來源：國海證券
楊國福招股書

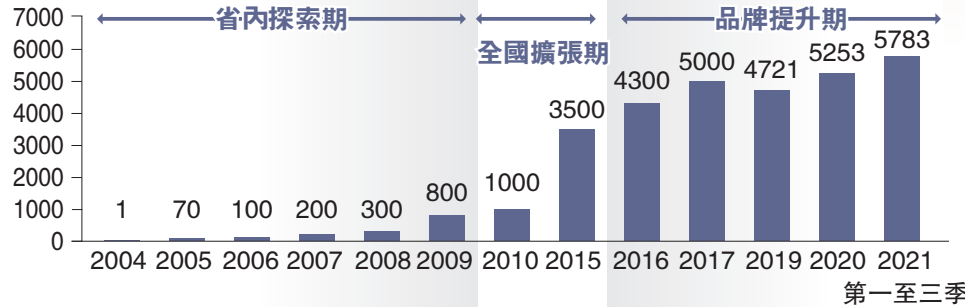


▲麻辣燙經過頭部市場從業者的改良與發展，已成為表現形式豐富的中式快餐。
網絡圖片

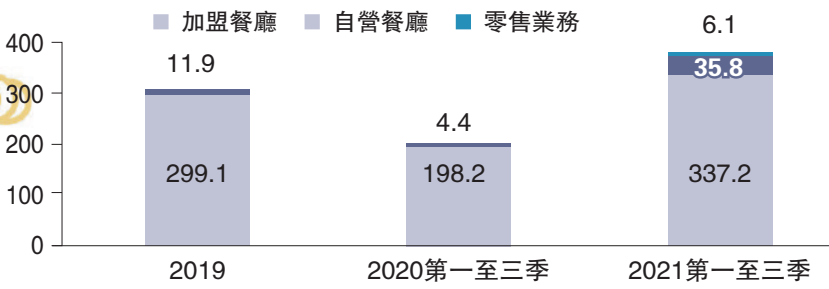
楊國福2019年至2021年業績 (億元人民幣)

分項	2019年	2020年	2021年首九個月
收入	11.82	11.14	11.63
淨利潤	1.81	1.69	2.02
毛利率(%)	27.9	28.7	30.2
除稅前溢利	2.35	2.15	2.56

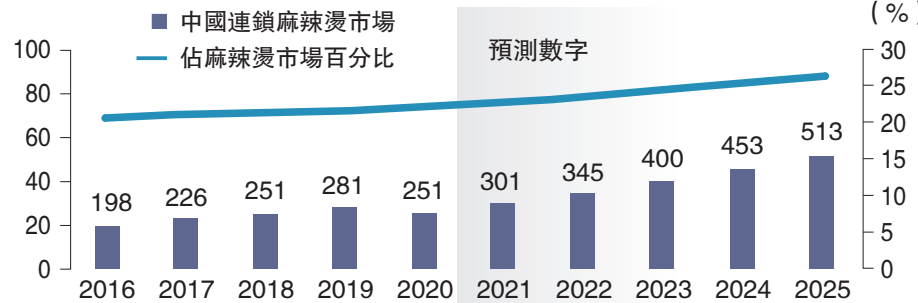
門店數量發展歷程 (家)



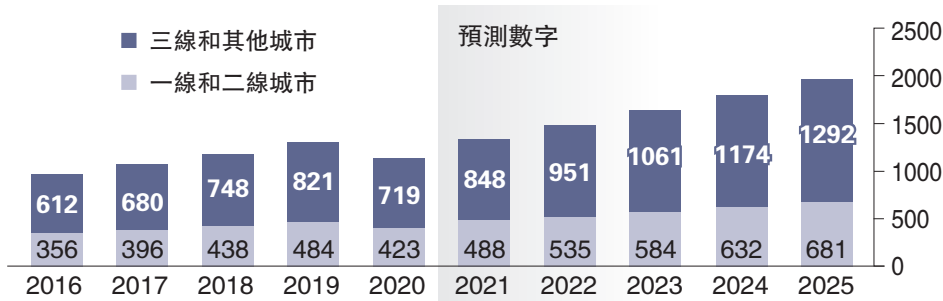
各業務毛利額組成 (百萬元人民幣)



中國連鎖麻辣燙市場 (億元人民幣)



按城市等級劃分的中國麻辣燙市場 (億元人民幣)



▲去年開始，楊國福積極多元化，拓展零售產品。網絡圖片

成本低選址靈活 中式快餐規模急增

2020年以來，受新冠疫情影響最為嚴重的非餐飲業莫屬。一方面餐飲消費需求受疫情影響有所下降，另一方面疫情期間餐飲業各項成本有增無減。根據弗若斯特沙利文報告顯示，2020年中國餐飲市場規模縮小15.4%至4萬億元(人民幣，下同)。

中式餐飲市場是中國餐飲市場的主要分部。該市場2020年的商品交易總額為3.1萬億元，約佔中國餐飲市場的78.9%。展望未來，預期按商品交易總額計算的中式餐飲市場，於2020年至2025年的年複合增長率約為9%。

中式餐飲又可進一步劃分為中式正餐和中式快餐，其中麻辣燙為中式快餐的一個重要類別。中式快餐市場的發展趨勢具有三大特色，即採用連鎖餐廳模式，進一步邁向數字化和轉向高質量的產品及服務。與中式正餐相比，中式快餐較易適應連鎖餐廳模式。主要因後者便捷和標準化等特點，加上投資成本偏低和餐廳選址相對靈活所致。

舉例而言，外賣和線上下單到店自取滿足消費者對便捷性的訴求，繼而可刺激銷售數據。2020年中國外賣市場規模約7166億元，其中中式快餐行業外賣貢獻就佔總市場規模的27.5%。

尋求突破

麻辣燙源自中國巴蜀地區，也是內地人心中的經典街頭小食。其後經過頭部市場從業者的改良與發展，已成為表現形式豐富的中式快餐。「楊國福麻辣燙」和「張亮麻辣燙」並稱內地麻辣燙「雙雄」，兩家企業門店數量均超5000家，且兩者市場份額近似。

但市場中除了這兩家頭部從業者，幾乎沒有「腰部」玩家。以交易額計算，楊國福與張亮市佔率排名首兩位，惟兩者份額只有4.3%及4%，合計也不到9%，而排名其後的業者份額更不到1%。門店規模相對較大的，僅有「覓姐」、「福客」、「小蠻椒」、「小谷姐姐」等，於2015年後成立的幾家創新品牌，其中曾公開披露進行融資的僅有「福客」和「小谷姐姐」兩家。從行業整體來看，目前內地麻辣燙行業是缺少品牌且不受資本市場青睞的原因或是行業本身存在弊端。

為尋求新突破，走高檔化或許是一個行業發展方向。以張亮麻辣燙為例，2021年初哈爾濱旗艦店新店開業，佔地1500平方米(約1.6萬平方呎)，號稱「全球最大的麻辣燙店」，內地網友調侃其為「麻辣燙高配版」。根據大眾點評的數據顯示，其客單價比當地其他張亮麻辣燙店高出約1.5倍。

此外，發力供應鏈或是另一條路。受凍品採購成本高、蔬菜自採不穩定等備貨因素的影響，能做到品牌連鎖的少之又少。以楊國福為例，為提升供應鏈能力，在數千家門店的基礎上，投資4億元(人民幣，下同)在四川省成都市建立自家供應鏈工廠，這是部分小品牌力不能及的。

此外，據弗若斯特沙利文報告，中國麻辣燙市場由2016年的968億元增加至2019年的1306億元。但因新冠疫情，2020年市場規模減少12.5%至1142億元。在目前不確定的大環境下，選擇上市無疑是解決資金鏈問題的最快途徑。借助資本的力量可以讓餐飲品牌迅速實現規模效應，與競爭對手拉開距離。這也意味著，若楊國福上市成功，可能會打破麻辣燙領域的「雙雄」格局，迅速搶灘更高的市佔率。

市場分散也集中 品牌築起護城河

加盟店過多難管理 埋下食安隱患

北京市消費者協會在去年年底時，就曾針對近期市、區市場監管局發布的食品安全問題進行通報，整理了存在食品安全問題的企業名單，楊國福麻辣燙就曾因此問題而上榜。除了官方通報外，黑貓投訴上也有多達456條(截至發稿時間)關於楊國福的投訴，投訴內容主要包括吃出異物、蟲子等問題。

對於餐飲企業來說，食品安全是重中之重。疫情的爆發又進一步催化了人們對餐飲安全的要求，但因為加盟餐廳佔九成，無法實現最好的食品安全監管，導致楊國福被連爆出食品安全問題，其間就包括倉庫老鼠屎遍地、員工腳上菜板等。這些不僅成為公司估值的隱憂，更被業內人士認為，是楊國福降低開店目標的根本原因。

如若食品安全問題頻發，則會對餐飲企業的品牌形象造成極大損傷。而無法維護良好的品牌形象，又將如何發展企業品牌文化，更將難以支撐進一步的商業布局。為達到品牌「引領全球飲食文化」的目標，楊國福為此表示，將會從供應鏈、環境、服務、產品展示等方面進行全面提升。

